

BOLETÍN ECONÓMICO

10/2007



BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

**El Banco de España difunde todos sus informes
y publicaciones periódicas a través de la red Internet
en la dirección <http://www.bde.es>.**

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2007
ISSN: 0210 - 3737 (edición impresa)
ISSN: 1579 - 8623 (edición electrónica)
Depósito legal: M. 5852 - 1979
Impreso en España por Artes Gráficas Coyve, S. A.

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	IIC	Instituciones de Inversión Colectiva
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
BCE	Banco Central Europeo	INEM	Servicio Público de Empleo Estatal
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BE	Banco de España	IPC	Índice de Precios de Consumo
BOE	Boletín Oficial del Estado	IPI	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPRI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de Precios de Servicios y de Bienes Elaborados no Energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el Valor Añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra Benéfico Social
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
CNE	Contabilidad Nacional de España	OIFM	Otras Instituciones Financieras Monetarias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OM	Orden Ministerial
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	OOAA	Organismos Autónomos
DEG	Derechos Especiales de Giro	OOAAPP	Otras Administraciones Públicas
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGT	Dirección General de Tráfico	OSR	Otros Sectores Residentes
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
EC	Entidades de Crédito	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	PIB	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PIB pm	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Producto Nacional Bruto
EUROSTAT	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	RD	Real Decreto
EPA	Encuesta de población activa	RM	Resto del mundo
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FEGA	Fondo Español de Garantía Agraria	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	SICAV	Sociedad de Inversión de Capital Variable
FFPP	Fondos de Pensiones	SIFMI	Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente
FIAMM	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SME	Sistema Monetario Europeo
FIM	Fondos de Inversión Mobiliaria	TAE	Tasa Anual Equivalente
FMI	Fondo Monetario Internacional	TEDR	Tipo Efectivo Definición Restringida
FMM	Fondos del Mercado Monetario	UE	Unión Europea
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	UEM	Unión Económica y Monetaria
FSE	Fondo Social Europeo	UE 15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
IAPC	Índice Armonizado de Precios de Consumo	UE 25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
ICO	Instituto de Crédito Oficial	UE 27	Países correspondientes a la Unión europea desde 1.1.2007
IFM	Instituciones Financieras Monetarias	VNA	Variación Neta de Activos
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado	VNP	Variación Neta de Pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (lev búlgaro)
CZ	Republika Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EEK (corona estonia)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	CYP (libra chipriota)
LV	Letonia	LVL (lats letón)
LT	Lituania	LTL (litas lituano)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	MTL (lira maltesa)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (zloty polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	SKK (corona eslovaca)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	EEUU	USD (dólar EEUU)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

BOLETÍN ECONÓMICO OCTUBRE 2007

ÍNDICE

Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados	11
Informe trimestral de la economía española	
1 Rasgos básicos	23
2 Entorno exterior del área del euro	31
3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo	38
4 La economía española	54
5 Evolución financiera	76
Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos 89	
El proceso de integración de los mercados de valores 101	
La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM 113	
Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007 125	
Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes 135	
Regulación financiera: tercer trimestre de 2007 149	
 Indicadores económicos 1*	
 Artículos y publicaciones del Banco de España 67*	

COMPARCENCIA DEL GOBERNADOR DEL BANCO DE ESPAÑA,
MIGUEL FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, ANTE LA COMISIÓN DE PRESUPUESTOS
DEL CONGRESO DE LOS DIPUTADOS

**Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez,
ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados**

Señorías:

Comparezco en esta Comisión en el marco de la discusión parlamentaria de los Presupuestos Generales para 2008, en un momento en el que las perturbaciones siguen afectando a algunos de los principales mercados financieros internacionales y las incertidumbres que las acompañan inciden inevitablemente en el análisis de la situación económica.

En mi comparecencia ante la Comisión de Economía y Hacienda de esta Cámara del pasado día 17 tuve ocasión de considerar con detalle la génesis y principales implicaciones para la política monetaria del BCE y para la economía española de estas perturbaciones, que emergieron durante el pasado verano en un contexto de marcado empuje de la economía y del comercio mundiales.

Una parte importante de este dinamismo —que se refleja en tasas de crecimiento del producto mundial por encima del 5% y del volumen de intercambios comerciales por encima del 6%— se asienta sobre el buen comportamiento de las economías emergentes en los últimos años, que, además, parecen haberse visto menos afectadas por las perturbaciones que las economías occidentales más desarrolladas. Esta es, de hecho, una peculiaridad significativa de este episodio de turbulencia, que, permítanme que lo recuerde brevemente, ha tenido su origen en un mercado financiero de un país desarrollado —el mercado de las hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos— y que, en primera instancia, se ha transmitido al resto de los mercados financieros internacionales a través de fuertes correcciones en la calidad crediticia de una serie de complejos productos financieros estructurados que, aparentemente al menos, estaban relativamente concentrados en los sistemas financieros de algunas economías desarrolladas. No es este el caso de nuestra economía. Aunque no querría detenerme ahora sobre este punto, que he abordado con profundidad en mis recientes comparecencias ante el Congreso y ante el Senado, sí quiero reiterar el margen de seguridad que ha proporcionado al sistema financiero español su no exposición a este tipo de prácticas y productos, y la solidez de nuestras entidades de crédito en términos de rentabilidad, solvencia y abultadas provisiones.

En las economías más directamente afectadas por este proceso ha habido entidades de crédito que han desempeñado un papel muy activo en el origen y en el desarrollo de estos productos estructurados complejos, y ello ha dado lugar a la aparición de tensiones en los mercados interbancarios en los que tiene lugar la redistribución de la liquidez que los bancos centrales proporcionan al sistema financiero. La rápida respuesta de estos, liderada por la Reserva Federal estadounidense y por el Banco Central Europeo, ha evitado que estas tensiones actuaran como un canal amplificador adicional de la inestabilidad. Es obligado reconocer, no obstante, que persisten aún incertidumbres que dificultan la normalización de la situación en estos mercados y que, para disiparse, van a requerir un esfuerzo adicional por parte de las entidades para incrementar el grado de transparencia de sus operaciones.

El área del euro se enfrenta a estas perturbaciones desde una posición de solidez y, por tanto, con una capacidad de resistencia significativa. Ciertamente, en el segundo trimestre del año el PIB de la UEM creció algo menos de lo esperado, pero manteniéndose en niveles acordes con el potencial del área.

Los fundamentos sobre los que descansa esa pauta de crecimiento se mantienen firmes y, por tanto, las condiciones son, en general, favorables para la continuidad de esta fase de mayor bonanza económica. Así, por un lado, es importante destacar el buen comportamiento del empleo, una condición que, si bien no resulta suficiente, sí es necesaria para apuntalar un mayor dinamismo del consumo privado en el área. Por otro, las empresas europeas, conjuntamente consideradas, mantienen una posición patrimonial saneada y están obteniendo importantes beneficios, una situación propicia para el avance de la inversión productiva privada.

En el ámbito externo, sin embargo, la mayoría de las previsiones disponibles apunta una pérdida de vigor de la economía norteamericana en los próximos trimestres. Pero a ello hay que contraponer el continuado empuje de las economías emergentes, que, como ya he señalado, están mostrando una notable resistencia frente al tipo de tensiones financieras actuales.

El buen comportamiento de la actividad en el área ha sido compatible, además, con el mantenimiento de tasas de inflación reducidas. El repunte que evidencia el dato de septiembre —y que muy probablemente encontrará continuidad en los meses finales de este año y en los primeros del siguiente— responde en buena medida a la evolución de los componentes más volátiles del IAPC. Así, por un lado, está muy condicionado por el comportamiento de los precios de la energía, que difícilmente van a repetir en el tramo final de 2007 la pauta favorable que mostraron al cierre del pasado ejercicio, por lo que la tasa de crecimiento del IAPC se está viendo sometida a un efecto base alcista de cierta magnitud. Por otro lado, es preciso reseñar también la influencia de las tensiones de demanda y de la disminución de la oferta en los mercados de algunos productos alimenticios, que están presionando al alza los precios de este tipo de productos.

Esta es, brevemente resumida, la situación macroeconómica desde la que se enfrentan en el área del euro las perturbaciones en los mercados financieros. El tiempo transcurrido y la información que ha sido posible acumular desde el verano son claramente insuficientes para anticipar con un grado mínimo de precisión los efectos más probables de este episodio sobre la economía europea en el medio plazo.

Antes de julio, la persistencia de los desequilibrios globales y de presiones proteccionistas en algunos mercados, las incertidumbres sobre el comportamiento futuro del precio del petróleo y de las materias primas y la presión que el mayor dinamismo del empleo podría ocasionar sobre las demandas salariales configuraban un escenario en el que el balance de riesgos para el crecimiento de la actividad y para la estabilidad de precios en la UEM apuntaba a la baja en el primer caso, y al alza en el segundo.

Lo ocurrido desde entonces en los mercados financieros internacionales sugiere un incremento en los riesgos bajistas sobre la actividad, lo que ha podido mitigar en alguna medida los riesgos, que continúan siendo alcistas, para la estabilidad de precios. Pero la incertidumbre es todavía muy elevada en relación con, al menos, tres aspectos que pueden resultar cruciales para el desenlace de este episodio.

Primeramente, es necesario acumular más información que permita determinar con mayor precisión el alcance de la desaceleración norteamericana y su posible transmisión a la economía mundial. En segundo lugar, habrá que ver cuáles son los efectos finales sobre el coste y la disponibilidad de financiación del sector privado de la revisión al alza de las primas de riesgo crediticio. Estas primas habían alcanzado en estos últimos años niveles muy bajos y, en general, poco discriminantes, en un marco de optimismo generalizado y bonanza económica,

por lo que pudieron conducir a inversiones probablemente excesivas en algunas actividades de alto riesgo potencial. Esta revisión es, en sí misma, saludable, pero está por ver su intensidad y si se produce de una manera ordenada, como es de desear. Asimismo, la relevancia y el impacto que pueda tener sobre la confianza de las empresas y los consumidores europeos el mal funcionamiento de algunos mercados dependerá en gran medida de la duración de este episodio.

En este contexto de incertidumbre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en su pasada reunión del 4 de octubre mantener constantes los tipos de interés oficiales, reiterando el compromiso con la estabilidad de precios, una estrecha atención a los desarrollos que se vayan produciendo y su firme disposición a actuar en la medida necesaria para evitar que los riesgos para la estabilidad de precios se materialicen. Al mismo tiempo, el BCE ha manifestado su determinación de poner los medios a su alcance para facilitar la normalización de las condiciones en el mercado interbancario europeo.

Como tuve oportunidad de mencionar en esta misma Cámara hace apenas un mes, estos acontecimientos están teniendo lugar en un momento en que la economía española continúa mostrando un gran dinamismo, con tasas de crecimiento del PIB que en la primera parte del año se han situado ligeramente por encima o en el entorno del 4% y con aumentos del empleo algo superiores al 3%. A lo largo de este período ha proseguido la suave moderación de la demanda interna que se empezó a percibir a lo largo de 2006, así como la mejora de la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento, que se inició ese mismo año, permitiendo que se produjeran nuevos avances hacia una composición más equilibrada entre las fuentes internas y externas del gasto.

Pero el cambio de composición se ha extendido también a la propia demanda interna, donde a lo largo del semestre se han observado menores crecimientos relativos del gasto de las familias, así como una mayor resistencia de la inversión empresarial. Efectivamente, el consumo de los hogares ha continuado el proceso de moderación gradual que se inició hace unos trimestres, reflejando la lógica adaptación a unas condiciones monetarias y financieras menos holgadas como consecuencia de la subida de tipos de interés que se inició a finales de 2005, y de la menor influencia de los efectos riqueza sobre el consumo, ante los incrementos más atenuados en el precio de la vivienda. No obstante, el dinamismo del empleo y su efecto sobre las perspectivas de renta están favoreciendo que el ajuste del consumo hacia niveles más sostenibles esté transcurriendo de forma suave.

Precisamente este comportamiento del empleo, que continúa apoyándose en un elevado dinamismo demográfico, es el principal factor de soporte que subyace al gradualismo de la desaceleración que ha mostrado la inversión residencial durante el primer semestre, pues, también en este caso, el aumento de los tipos de interés y las menores expectativas de revalorización están propiciando un menor empuje de la inversión en vivienda. El cambio de las condiciones monetarias y financieras ha inducido también una cierta moderación en su demanda de crédito, contribuyendo a una progresiva estabilización de las ratios de endeudamiento de los hogares.

En cuanto a las empresas, la elevación de los tipos de interés está teniendo efectos algo menos perceptibles sobre sus planes de inversión y endeudamiento. Destaca, en particular, la fortaleza que mantiene la inversión productiva en una situación de elevada rentabilidad y de favorables expectativas de negocio, habiéndose convertido, de hecho, en el elemento más dinámico de la demanda interna, aunque dentro de una trayectoria de suave desaceleración en el segundo trimestre. En los últimos meses se observa, asimismo, un incipiente cambio de

composición en el crédito a las empresas según su finalidad, percibiéndose una desaceleración de los fondos dirigidos a financiar actividades inmobiliarias y de construcción, así como un incremento de los destinados a empresas industriales.

La demanda exterior neta está contribuyendo a amortiguar el impacto de la desaceleración del gasto sobre el crecimiento, gracias, sobre todo, a la moderación de las compras al exterior en la primera mitad de este año, en respuesta probablemente a la suave ralentización de la demanda final. Por su parte, las exportaciones, tras los buenos resultados del año pasado, han acusado el crecimiento más contenido del comercio mundial —especialmente, el europeo— y quizás el efecto de la apreciación del tipo de cambio del euro sobre las ventas extracomunitarias. Las necesidades de financiación de la nación, aunque han continuado aumentando, lo están haciendo a ritmos muy inferiores a los de años anteriores.

Los cambios que he descrito en la composición del PIB por el lado del gasto se han ido reflejando en las distintas ramas productivas, que, en conjunto, han seguido mostrando en el primer semestre de este año un gran dinamismo, aunque hay que destacar la fortaleza de la producción industrial y la suave desaceleración de la actividad en el sector de la construcción.

Pero el rasgo más destacado por el lado de la oferta ha vuelto a ser la gran disponibilidad de recursos laborales que continúa facilitando el ajuste de la actividad al dinamismo de la demanda, evitando que se generen presiones de costes y precios excesivas. El crecimiento de los precios de consumo, apoyado en una flexión transitoria del precio del petróleo en la primera mitad del año, ha llegado a alcanzar una tasa de avance interanual del 2,2% en agosto, lo que ha situado los diferenciales con la UEM próximos a los mínimos históricos. No obstante, resulta muy probable que, una vez eliminado el efecto base de las bajadas de los precios energéticos en los últimos meses del año pasado, la inflación vuelva a repuntar, alcanzando, al concluir este ejercicio, niveles similares a los de finales de 2006. De hecho, así lo indica el avance del IAPC para el mes de septiembre, que anticipa una tasa de crecimiento de ese índice del 2,7%.

A la hora de hablar de las perspectivas de la economía española en los próximos trimestres es necesario señalar que disponemos aún de pocos indicadores referidos a lo ocurrido con posterioridad al inicio del episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales. Con todo, la información disponible apunta a que en el tercer trimestre se ha mantenido el perfil de suave moderación de la actividad que se inició en el segundo, y cabe esperar que esta trayectoria se mantenga en lo que resta de año, con escasas desviaciones respecto a las previsiones que el Banco publicó el pasado 30 de marzo (un 3,7% para 2007). Esta leve desaceleración estaría basada en la demanda nacional y, más concretamente, en los componentes de consumo e inversión residencial, mientras que la demanda exterior neta consolidaría la mejora en la contribución al crecimiento que se produjo en la primera mitad de 2007. La desaceleración del PIB apuntaría a una aproximación gradual hacia tasas de crecimiento en el entorno del 3% en 2008, resultado de un cierto reequilibrio entre las fuentes internas y externas. No obstante, las perturbaciones que están afectando a los mercados financieros internacionales desde el mes de agosto han incrementado también el rango de incertidumbre que rodea a las previsiones relativas a la economía española, y posiblemente han acentuado los riesgos a la baja.

Permitanme desgranar algunos de los factores que sustentan este escenario de desaceleración suave, compatible con el mantenimiento de un dinamismo elevado de la actividad y del empleo.

Por una parte, cabe prever que el cambio en las condiciones monetarias y financieras facilite el ajuste hacia ritmos de gasto y de endeudamiento del sector privado más sostenibles. Un ajuste que se inició hace unos trimestres y que está transcurriendo de forma suave. Por otra otra, la progresiva normalización del mercado inmobiliario, en un contexto en que el factor demográfico y el dinamismo del empleo proporcionan un soporte a la demanda de vivienda superior al de ciclos inmobiliarios anteriores, permitiría limitar el efecto sobre el consumo de los menores incrementos de precios de la vivienda y acotar el alcance del cambio de ciclo sobre la inversión residencial.

Al mismo tiempo, el esfuerzo que han realizado tanto la inversión privada como la inversión pública en los últimos años ha incrementado el grado de capitalización de la economía, tras un período prolongado de intensa creación de empleo, y ello debería manifestarse en mayores posibilidades de crecimiento a largo plazo. Aunque probablemente será difícil mantener ritmos de expansión de la inversión empresarial y de la inversión en construcción no residencial tan elevados como los de los últimos trimestres, las perspectivas de evolución de ambos componentes de gasto son, en principio, favorables.

En todo caso, parece difícil que la inversión productiva pueda compensar, por sí misma, la menor aportación del gasto de las familias. Por ello, como ya señalé durante mi última comparecencia en esta misma Cámara, el papel de la demanda exterior neta será fundamental para compatibilizar una cierta contención del gasto con el mantenimiento de ritmos de crecimiento en el entorno del 3%. Como hemos podido ver en estos últimos años, la contribución de esta variable al crecimiento depende estrechamente del comportamiento de nuestros mercados de exportación, pero también de la competitividad de nuestra producción. Por ello, un escenario de recuperación de las exportaciones netas como el que acabo de describir exige que continúe el proceso de mejora de la competitividad que han emprendido las empresas españolas, en respuesta al intenso ajuste que se está produciendo en la estructura del comercio mundial, a raíz de la entrada de nuevos competidores. Al mismo tiempo, el menor empuje de la demanda final debería materializarse en una cierta ralentización de las importaciones, disminuyendo la filtración de gasto hacia el exterior.

Pero precisamente, y como también señalé en septiembre, es en el entorno externo de la economía donde se localiza uno de los principales factores de riesgo del escenario macroeconómico que acabo de dibujar. Si el reciente episodio de inestabilidad financiera y de incremento de la incertidumbre internacional llegara a afectar significativamente al dinamismo de nuestros mercados de exportación, la capacidad de la demanda exterior de contener el impacto negativo de la desaceleración del gasto interno se vería mermada y, por ello, el esfuerzo de mejora de la competitividad que debe realizarse debería ser, si cabe, más intenso.

En el ámbito interno, el mantenimiento del dinamismo del empleo y la normalización gradual del mercado inmobiliario resultan fundamentales para el sostenimiento de las expectativas de renta y, en consecuencia, de los planes de gasto de los agentes dentro de una pauta de desaceleración suave. En todo caso, la economía española está asistiendo a un proceso en el que la inversión en construcción está perdiendo peso como motor de crecimiento, por lo que resulta esencial un funcionamiento suficientemente flexible de los mecanismos de asignación de recursos que permitan que las actividades industriales y los servicios tomen el relevo de la construcción, dando continuidad al cambio de composición del producto que se ha producido en los últimos trimestres.

En unas circunstancias como las actuales, las políticas económicas tienen un importante papel que desempeñar, manteniendo firmemente el rumbo hacia los objetivos de estabilidad ma-

croeconómica, que son los que hacen posible el crecimiento sostenido y los que dotan de resistencia frente a las perturbaciones y a los brotes de desconfianza e incertidumbre. La política monetaria, como ya he mencionado, tiene como principal tarea la de garantizar la estabilidad de precios a medio plazo en la zona del euro, y en ese contexto se enmarca la normalización gradual de las condiciones monetarias que se ha producido desde diciembre de 2005. Esta trayectoria ha ido corrigiendo la holgura monetaria en la que se desenvolvía la economía española en los últimos años, propiciando un patrón de crecimiento más equilibrado.

En cuanto a la política fiscal, su mejor contribución consiste en garantizar el compromiso con la estabilidad presupuestaria. Este compromiso ha sido esencial para establecer las condiciones que han posibilitado el prolongado período de crecimiento económico que ha vivido la economía española en los últimos años y adquiere especial vigencia en un contexto macroeconómico como el que he descrito.

Las últimas previsiones oficiales relativas al saldo de las cuentas de las Administraciones Públicas apuntan a la consecución de un superávit en 2007 del 1,3% del PIB. Este resultado cumpliría con holgura los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y permitiría una nueva reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB. Asimismo, representa una mejora de tres décimas en relación con el objetivo que se estableció en la última actualización del Programa de Estabilidad. Una mejora que refleja esencialmente una desviación positiva de los ingresos impositivos respecto a lo presupuestado, en un contexto de crecimiento superior también al previsto.

El Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2008 sitúa el objetivo de superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas en el 1,15%, enmarcado en un escenario macroeconómico que se caracteriza por una suave desaceleración del PIB. La reducción del superávit programada se basaría esencialmente en algunas medidas de recorte de impuestos, que afectan esencialmente al IRPF y al Impuesto sobre Sociedades, mientras que, por el lado del gasto, el Proyecto de Presupuestos fija una tasa de crecimiento para el Estado en línea con la evolución esperada del PIB nominal, lo que supone cumplir estrictamente con el límite que se estableció en junio en el contexto de las provisiones de la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

En todo caso, debe tenerse en cuenta que los Presupuestos están basados en una previsión de cierre del año 2007 muy prudente por el lado de los ingresos. El fuerte dinamismo de la recaudación en lo que ha transcurrido del presente ejercicio, en especial de los impuestos directos, podría permitir superar la última previsión oficial de superávit para 2007. En caso de confirmarse esta hipótesis, y bajo un escenario macroeconómico similar al incorporado en los Presupuestos, este mejor resultado en 2007 se debería trasladar al presupuesto de 2008 para permitir, por tanto, la consecución de un superávit también superior al programado. Lo más importante es que, como ha sucedido en ejercicios precedentes, los márgenes adicionales que puedan surgir por el lado de los ingresos no redunden en un incremento del gasto, sino en la generación de un mayor superávit.

En relación con la magnitud del superávit público, me gustaría subrayar que la situación actual de las finanzas públicas tiene, en parte, un carácter temporal. En efecto, tras diez años de crecimiento elevado y, en el período más reciente, superior al potencial de la economía, el dinamismo observado de los ingresos impositivos ha venido asociado naturalmente al dinamismo de la demanda nacional y, en particular, a la pujanza del sector inmobiliario, y tiene, por tanto, un componente transitorio que tendería a desaparecer en una situación de desaceleración económica. Debe preservarse, por tanto, el potencial estabilizador que suministra el es-

tado actual de las finanzas públicas para poder afrontar con fortaleza y capacidad de reacción fases de menor dinamismo del gasto privado y, sobre todo, frente a la eventualidad de que surjan perturbaciones contractivas inesperadas. Esta orientación es especialmente válida en el contexto actual de incertidumbre, en el que la continuidad de una política de rigor y estabilidad presupuestaria es uno de los recursos más valiosos a la hora de preservar la confianza interna y externa en nuestra economía.

Perseverar en la estrategia de consolidación presupuestaria es también necesario desde una perspectiva de medio plazo para abordar en las mejores condiciones posibles el previsible impacto del envejecimiento de la población, al margen de la necesaria profundización en la reforma del sistema de pensiones.

En relación con la articulación de esta estrategia, me gustaría efectuar dos consideraciones adicionales. En primer lugar, es muy importante que todas las Administraciones contribuyan efectivamente a su consecución, especialmente en el caso de las CCAA, que han adquirido un gran peso en las políticas de gasto público. Sin embargo, la previsión oficial es que el conjunto de estos entes territoriales presenten todavía este ejercicio un saldo público deficitario, a pesar de la buena coyuntura económica de los últimos años.

En segundo lugar, la estabilidad presupuestaria debe ir acompañada de una mejora de la calidad de las finanzas públicas que contribuya a un avance en la dotación de factores, en particular de capital humano y tecnológico, y en la eficiencia de la economía. Las prioridades de las políticas de gasto que incorpora el proyecto de Presupuestos están orientadas hacia áreas de gran importancia para la mejora de la productividad, como el aumento de recursos para la investigación y desarrollo, la educación y las infraestructuras, aunque también se priorizan algunas partidas que supondrán incrementos del gasto corriente primario. Es importante que el incremento previsto en la dotación de recursos sea gestionado de forma eficiente, a través de la utilización de los mecanismos de evaluación y selección de políticas públicas más adecuados, de manera que redunden en incrementos reales de la productividad.

El presupuesto público no es, sin embargo, el único instrumento, ni muchas veces tampoco el más adecuado, para lograr el objetivo de incrementar la eficiencia de la economía. Las políticas estructurales destinadas a flexibilizar los mercados de factores y de productos deben efectuar una contribución esencial a este objetivo, para lo cual se hace necesario perseverar y extender los procesos de liberalización emprendidos en los últimos años. Este tipo de políticas, que permiten incrementar el potencial de crecimiento y favorecen la asignación eficiente de recursos en la economía, son esenciales en una coyuntura como la actual, en la que se requiere, como ya he dicho, un reequilibrio de las fuentes de crecimiento de la economía española.

Muchas gracias.

9.10.2007.

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

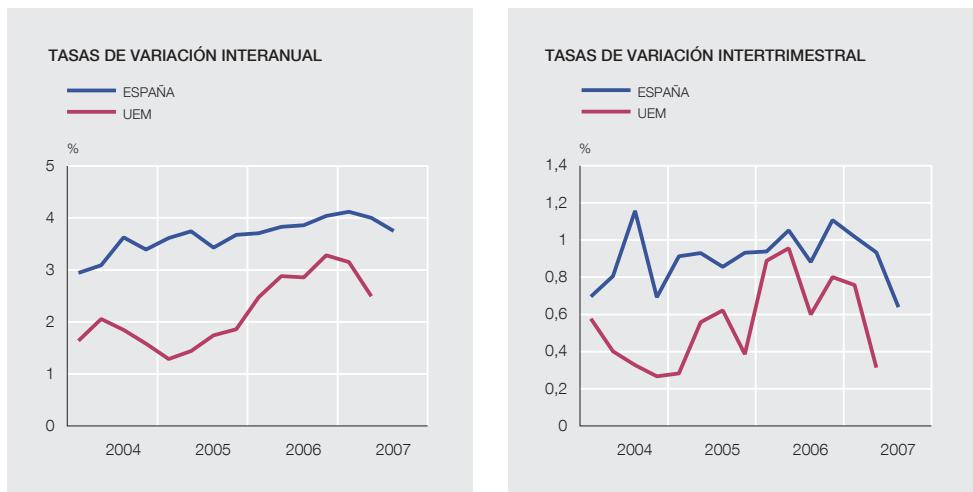
1 Rasgos básicos

En la parte transcurrida de este año se ha prolongado la fase de dinamismo de la actividad y del empleo de la economía española, si bien desde el segundo trimestre del ejercicio se observa un perfil de suave desaceleración en el ritmo de avance de ambas variables, al tiempo que, en conjunto, ha continuado el proceso de reequilibrio de la aportación de la demanda nacional y de las exportaciones netas al crecimiento. Durante el segundo trimestre de 2007, según los datos de la CNTR, la tasa de crecimiento interanual del PIB se situó en el 4%, una décima menos que en los tres primeros meses del año, debido a un comportamiento algo más contenido de la demanda nacional, pues la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se mantuvo en los niveles del trimestre previo, en -0,9 puntos porcentuales (pp).

La información referida al tercer trimestre de este año, aunque todavía parcial y fragmentaria, apunta a que se habría mantenido la tendencia hacia una leve moderación de la actividad, con lo que el ritmo de crecimiento del PIB podría haberse situado en el 3,7%, lo que representa una tasa intertrimestral del 0,6% (véase gráfico 1). La tasa de avance de la demanda nacional habría experimentado un recorte de tres décimas en su tasa de crecimiento interanual, hasta el 4,3%, motivado por aumentos más contenidos de sus distintos componentes, sobre todo de la inversión en construcción. Por el contrario, la demanda exterior neta habría incrementado su aportación al crecimiento del producto en 0,1 pp, situándose en -0,8 pp, como consecuencia de una recuperación de las exportaciones superior a la de las importaciones. Por el lado de la oferta, la suave desaceleración del valor añadido afectó a las distintas ramas productivas, aunque con mayor intensidad a la actividad de los sectores de la construcción y de la energía, y el empleo disminuyó su ritmo de aumento de forma moderada. Los precios de consumo experimentaron crecimientos reducidos en los meses de julio y agosto, reflejando, principalmente, un efecto base ligado a la evolución de los precios del petróleo. Sin embargo, en septiembre volvieron a repuntar, hasta alcanzar una tasa interanual del 2,7%, movimiento que se puede prolongar en los próximos meses como consecuencia de las presiones que están ejerciendo tanto los precios de los alimentos como las últimas subidas en los precios del petróleo. Una vez cerrada la redacción de este Informe, se ha publicado el avance del IAPC para el mes de octubre, que muestra un significativo deterioro, hasta el 3,6% en tasa interanual. En el conjunto del trimestre, la tasa de variación de la inflación subyacente apenas mostró cambios de nivel —permaneciendo en el entorno del 2,5%— y el diferencial de inflación con la UEM se situó en 0,6 pp en el promedio del trimestre.

El aspecto más destacado del panorama económico internacional, a lo largo de este período, ha sido el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales, que se inició en verano y que en la fecha de cierre de este Informe no ha remitido totalmente. Los datos publicados continúan mostrando un notable dinamismo de la economía mundial, impulsado, en particular, por la fortaleza de las economías emergentes, así como por el mantenimiento del tono en el crecimiento de las economías europeas. Como se describe a continuación, aunque este episodio no se ha dejado sentir en el comportamiento a corto plazo de los principales países, está contribuyendo a que las perspectivas sobre el entorno exterior y la economía española estén rodeadas de mayor incertidumbre.

El episodio de inestabilidad financiera mencionado tuvo su origen en el incremento de la morosidad de los créditos hipotecarios estadounidenses de alto riesgo (segmento que se conoce como *subprime*), fenómeno que había empezado a detectarse a finales de 2005, pero que se intensificó en la primavera pasada. A pesar del origen relativamente localizado de esta crisis



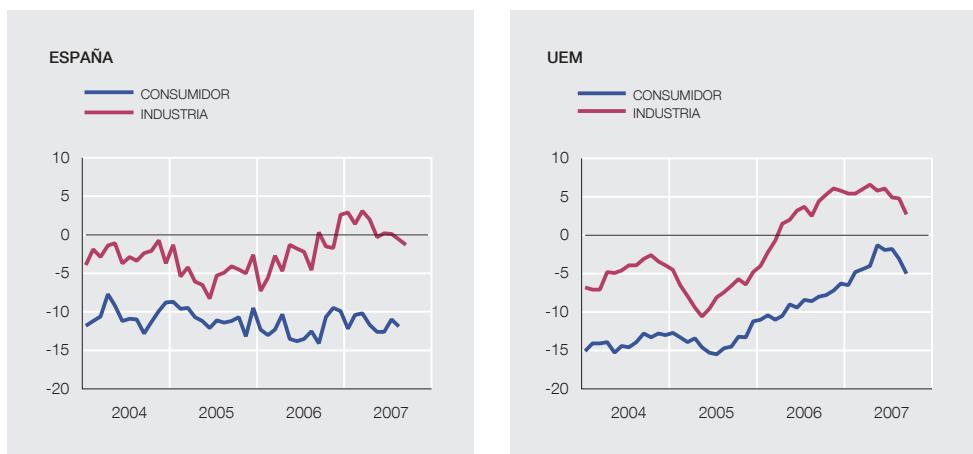
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

—que comenzó afectando a un número limitado de intermediarios financieros norteamericanos especializados—, el elevado volumen de las transacciones financieras en los mercados internacionales en estos últimos años y, sobre todo, el desarrollo de los instrumentos de transferencia de riesgo crediticio y la fuerte interdependencia entre estos mercados y las instituciones financieras de los diferentes países han determinado que las turbulencias financieras hayan adquirido un carácter global, afectando a las principales economías industrializadas y a un buen número de mercados financieros.

Estos incidentes desencadenaron a lo largo del verano un proceso de revisión al alza de las primas de riesgo de liquidez y crediticio, de descensos en las valoraciones bursátiles, de incrementos de la volatilidad de buen número de activos financieros y de reducción de las rentabilidades de la deuda pública. Posteriormente, estos movimientos se revirtieron parcialmente, si bien han persistido las dificultades de negociación de los productos estructurados y de peor calificación crediticia. A su vez, las mayores necesidades de liquidez asociadas a la refinanciación de algunos de los instrumentos financieros afectados por las hipotecas de alto riesgo se terminaron reflejando en los mercados monetarios, en los que se produjeron episodios de falta de liquidez de cierta intensidad y repuntes significativos en los tipos de interés interbancarios. En respuesta a estos acontecimientos en los mercados monetarios, los principales bancos centrales —la Reserva Federal, el BCE y el Banco de Japón, en particular— incrementaron el suministro de liquidez a través de los distintos mecanismos a su disposición, permitiendo una cierta normalización de las condiciones monetarias, si bien las tensiones aún no han desaparecido completamente. Por su parte, en los mercados cambiarios, el dólar se apreció al inicio de este episodio, como consecuencia de su carácter de moneda refugio, pero retomó con posterioridad la trayectoria de depreciación que había seguido desde principios de año, de manera que a finales de octubre el euro llegó a alcanzar una cotización de 1,43 dólares por euro. Por último, el precio del petróleo mostró una intensa recuperación a partir de finales de agosto, con lo que al concluir octubre volvió a cotizar por encima de 83 dólares por barril.

Pese a la inestabilidad de los mercados financieros, la economía mundial ha seguido dando muestras de gran dinamismo en el tercer trimestre, impulsada por la fortaleza de las economías emergentes, cuyos mercados financieros apenas se han visto afectados por los desarrollos recientes, y por la relativa solidez de las economías europeas. Entre tanto, la economía

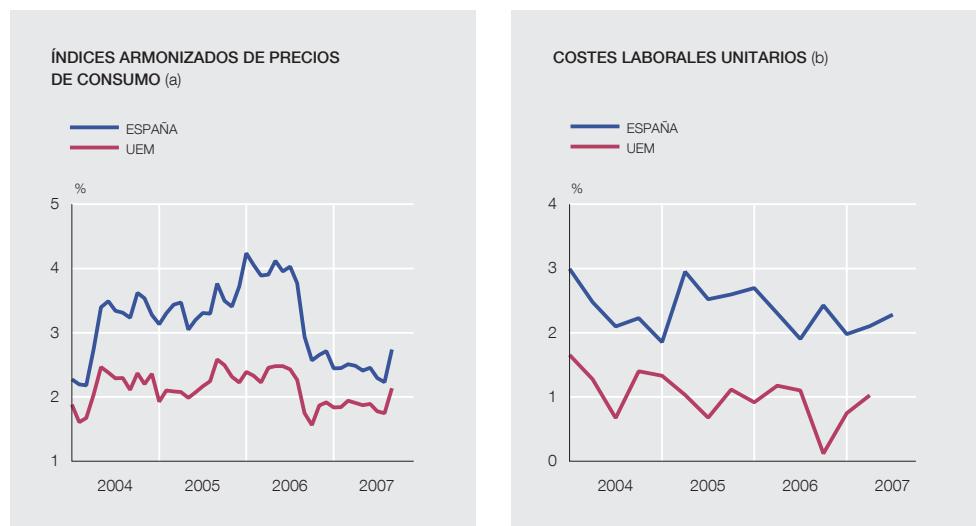


FUENTE: Comisión Europea.

japonesa mostraba una pequeña recuperación, tras los malos registros del trimestre anterior, y Estados Unidos prolongaba la fase de crecimiento moderado, ligado al ajuste en el sector inmobiliario, que se ha acentuado en los últimos meses debido a la crisis en las hipotecas de alto riesgo. En este contexto, habría vuelto a caer la inversión residencial en la economía norteamericana, y el consumo y el empleo, que habían venido actuando como soporte del gasto y de la actividad, habrían empezado a dar signos de contención, aunque solo incipientes. Pese a ello, cabe destacar la fortaleza del sector industrial y la mejora del sector exterior, en parte explicable por la depreciación del dólar.

Las tasas de inflación de las economías desarrolladas experimentaron una leve moderación a lo largo del trimestre, lo que, unido a las tensiones surgidas en los mercados monetarios, determinó la acción de los bancos centrales. En este contexto, la Reserva Federal redujo los tipos oficiales en 50 puntos básicos (pb) el 18 de septiembre, que quedaron situados en el 4,75%, mientras que el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra mantuvieron invariados los tipos de intervención en el 0,5% y en el 5,75%, respectivamente, en sus reuniones de octubre.

La economía de la zona del euro, por su parte, prolongó la fase de fortaleza que viene registrando desde finales de 2005, según la información disponible, todavía incompleta, apoyada en la demanda exterior y en el mayor empuje del empleo, aunque se observa una cierta discrepancia entre la información de carácter cuantitativo y la de carácter cualitativo —más pesimista esta última—, que ilustra acerca de la incertidumbre que rodea a estas previsiones. En cuanto a la evolución de la inflación, la tasa interanual de variación del IAPC en septiembre fue del 2,1%, algo más elevada que la que se registró al final del segundo trimestre, debido a un efecto base, asociado al comportamiento del precio del petróleo en la primera mitad de 2006, y al encarecimiento reciente del precio de esta materia prima y de los precios de los alimentos. Descontado el efecto de los componentes más volátiles, la tasa de inflación subyacente registró asimismo un pequeño repunte en el segundo trimestre, hasta el 2% en términos de su tasa interanual en septiembre, como consecuencia de los aumentos registrados en los precios de los alimentos elaborados ante la fuerte elevación de los precios de las materias primas agrícolas y las presiones de demanda en los mercados internacionales. En esta situación, el BCE, en sus reuniones de septiembre y octubre, consideró que las perspectivas de inflación en la zona del euro eran compatibles con la estabilidad de precios a medio plazo, si bien persistían los riesgos al alza que se habían detectado antes del verano. En todo caso, ante las tensiones registradas en los mercados monetarios y el incremento de incertidumbre, el BCE mantuvo los



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

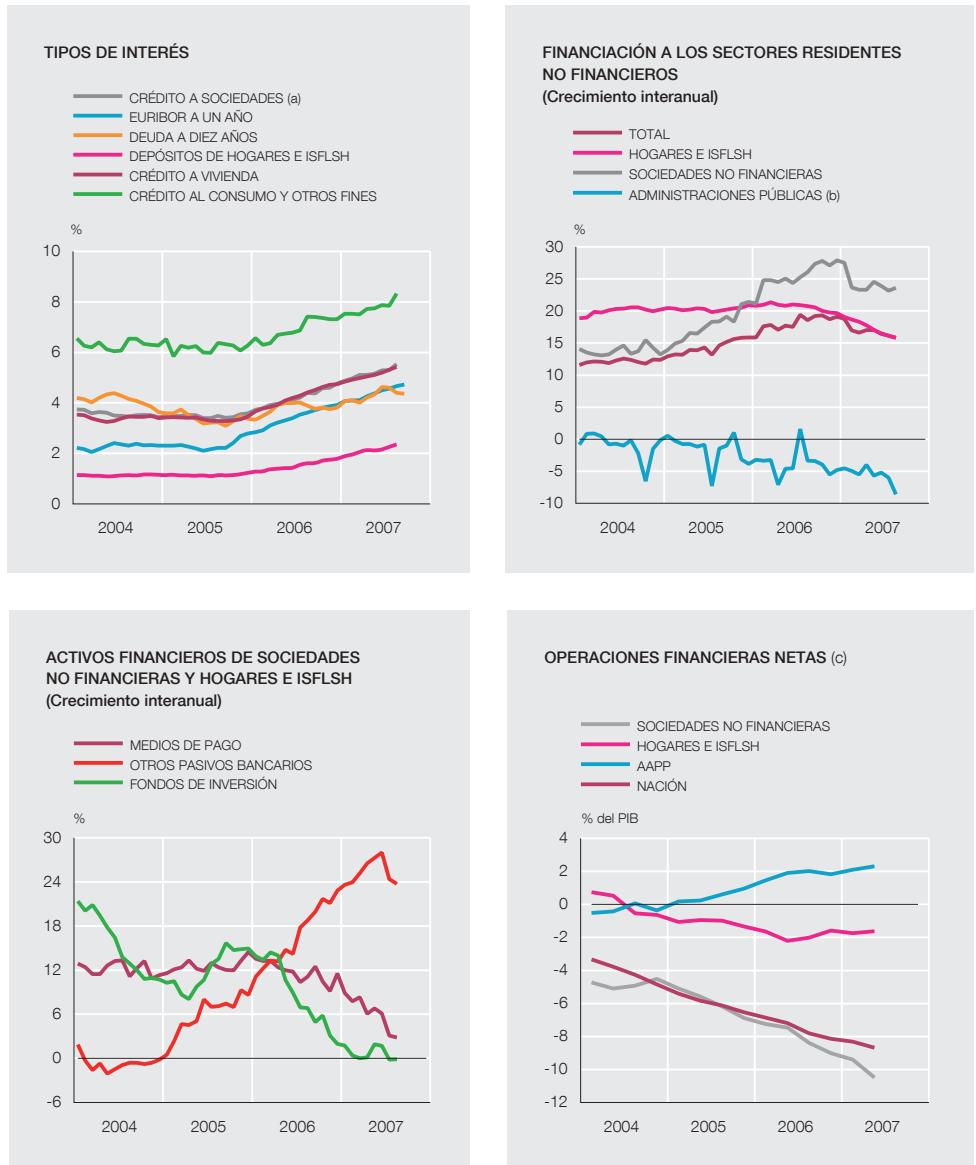
b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

tipos de intervención sin cambios en las reuniones de agosto, septiembre y octubre, con la idea de recoger más información sobre los efectos del episodio de instabilidad financiera sobre la economía europea.

En resumen, los acontecimientos que están teniendo lugar en los mercados financieros internacionales están teniendo un efecto relativamente acotado sobre la economía mundial en la segunda mitad de 2007, pero podrían tener un impacto algo mayor en 2008, como reflejan las previsiones de crecimiento del producto mundial que han realizado los principales organismos internacionales en las últimas semanas.

El entorno exterior de la economía española en el tercer trimestre ha estado, lógicamente, marcado por el episodio de turbulencias financieras descrito. Los mercados financieros españoles han participado de las tensiones mencionadas, lo que se ha reflejado en un cierto endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras ante el repunte observado en los tipos de interés del mercado interbancario a plazo —que alcanzaron registros elevados en los meses de agosto y septiembre, pero que han mostrado cierta flexión a la baja en octubre—. Por su parte, dentro de la elevada volatilidad de los mercados de valores a lo largo del trimestre, las cotizaciones bursátiles están mostrando una importante recuperación desde mediados de septiembre, con lo que entre junio y octubre se habría producido una moderada revalorización de la riqueza financiera. Los incrementos del valor del patrimonio inmobiliario siguieron ralentizándose, ante la desaceleración gradual del precio de la vivienda, que aumentó en el tercer trimestre a una tasa interanual del 5,3%, cuatro puntos y medio inferior a la de un año antes.

Por otra parte, como se ha descrito anteriormente, no se observan cambios apreciables en el grado de dinamismo de la economía mundial en el tercer trimestre, y en particular en la zona del euro, por lo que el entorno exterior en el que se desenvuelve la economía española sigue siendo favorable. En conjunto, esta combinación de factores ha permitido que en los últimos meses haya continuado la senda de desaceleración gradual de la actividad, basada en la moderación de la demanda interna y en un cierto reequilibrio de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento.



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

El gasto de las familias prolongó la trayectoria de suave desaceleración que viene mostrando desde finales de 2006, aunque dentro de una pauta de dinamismo apoyado en la fortaleza del empleo. El consumo de los hogares registró una moderada ralentización, en un entorno en el que, como parece indicar la evolución de la renta disponible en la primera parte el año, el elevado crecimiento de la recaudación y el aumento de los pagos por intereses limitaron el avance de las rentas salariales, así como el efecto expansivo sobre la capacidad de gasto de los favorables registros de la inflación. Por su parte, la inversión residencial redujo su ritmo de crecimiento de forma algo más intensa, continuando la pauta de gradual desaceleración que viene experimentando desde principios de 2006, ante el incremento del coste de uso de la inversión en vivienda y de las menores expectativas de revalorización del precio de los inmuebles.

Este menor impulso del gasto, junto con el encarecimiento de la financiación, determinó que el ritmo de avance de la deuda de las familias se redujera a lo largo del trimestre, en línea con el comportamiento observado en los meses precedentes. De este modo, la tasa de crecimiento interanual del crédito a los hogares se situó por debajo del 16% en agosto —algo más de medio punto porcentual inferior a la de junio—, gracias a la desaceleración tanto de los préstamos para adquisición de vivienda como de los destinados al consumo y otros fines. En conjunto, la tasa de ahorro de las familias volvió a moderarse en la primera parte del año y sus necesidades de financiación se mantuvieron estables en términos del PIB, pero es posible que el cambio en las condiciones financieras conduzca a una estabilización de la tasa de ahorro en el futuro.

El gasto de las empresas mantuvo una tónica de fortaleza, aunque dentro de una trayectoria de suave moderación. A lo largo del tercer trimestre la inversión en equipo siguió pujante, y volvió a ser el componente más dinámico de la demanda nacional, con tasas superiores al 10%. El mantenimiento de unas perspectivas de beneficios muy favorables, tras los buenos resultados del segundo trimestre —particularmente robustos en el sector industrial—, la fortaleza de la demanda nacional y una cierta recuperación de las exportaciones sustentaron los planes de inversión de las empresas. Por su parte, la inversión en otras construcciones acusó una mayor desaceleración tras los elevados ritmos de expansión de los trimestres precedentes. En conjunto, el recurso a la financiación ajena por parte de las sociedades empezó a reflejar el endurecimiento relativo de las condiciones financieras, de modo que el crédito recibido por las empresas moderó su tasa de avance interanual, hasta situarse en el entorno del 24% en agosto, algo menos de medio punto porcentual inferior a la tasa de junio. Con todo, las necesidades de financiación del sector siguieron aumentando en la primera mitad del ejercicio.

Los flujos de comercio exterior experimentaron en el tercer trimestre una cierta recuperación, que ha afectado tanto al volumen de las exportaciones como al de importaciones, tras una primera mitad del año con crecimientos moderados. Pese a ello, en la parte transcurrida de 2007 el avance de las ventas al exterior es inferior al del ejercicio previo, en un contexto en el que los mercados de exportación están mostrando, en conjunto, un comportamiento algo menos expansivo que el año pasado y en el que la apreciación del tipo de cambio del euro podría estar incidiendo negativamente en la competitividad-precio de las exportaciones, afectando particularmente a las ventas que se dirigen al resto del mundo. Por productos, destaca la relativa fortaleza de las exportaciones de bienes intermedios no energéticos y, en menor medida, las de bienes de consumo no alimenticio. Los indicadores del sector turístico mostraron en los meses de verano un comportamiento algo más favorable, lo que permitió una suave recuperación de los ingresos por turismo en este período.

Por su parte, las importaciones de bienes en términos reales también se aceleraron en el tercer trimestre, si bien en el conjunto del año acumulan un crecimiento ligeramente inferior al de 2006, lo que resulta coherente con la suave ralentización de la demanda final, aunque, simultáneamente, se ha producido una mejora apreciable en la competitividad de los productos importados, debido a la apreciación del tipo de cambio del euro. Por productos, destaca la fortaleza de las compras de bienes de equipo y de bienes intermedios no energéticos, en línea con la pujanza de la actividad industrial. También las importaciones de servicios repuntaron en el tercer trimestre, como consecuencia del avance de los pagos no turísticos.

En cualquier caso, el déficit comercial ha seguido aumentando en lo que va de año, aunque a ritmos más reducidos que en el pasado, apoyado, en cierta medida, en la bajada del precio del crudo en la primera mitad del ejercicio y en la apreciación del tipo de cambio del euro. Por su

parte, las necesidades de financiación de la nación han continuado ampliándose, situándose en el 8,8% del PIB en el segundo trimestre.

Por el lado de la oferta, la suave desaceleración del ritmo de avance del valor añadido en el tercer trimestre se debió, principalmente, a una cierta pérdida de dinamismo de la actividad en el sector de la construcción, tanto en su componente de construcción residencial como, en alguna mayor medida, en el de obra pública y otras construcciones, afectado, temporalmente, por la finalización de numerosos proyectos en los trimestres previos a la celebración de las últimas elecciones locales y autonómicas. No obstante, los compromisos de desarrollo de infraestructuras contraídos en el PEIT y los programas de gasto que contemplan los Presupuestos Generales del Estado para 2008, en colaboración con el sector privado en el caso de numerosos proyectos, hacen prever una recuperación de este tipo de inversión en los próximos trimestres. La producción en el resto de ramas productivas no agrarias mantuvo un perfil similar al de la primera mitad del ejercicio, aunque la industria dio signos de incipiente moderación.

La suave desaceleración del PIB se trasladó con intensidad similar al ritmo de creación de empleo, aunque la pérdida de dinamismo en la generación de puestos de trabajo fue algo superior en la construcción. Los datos de la EPA correspondientes al tercer trimestre apuntan en esta misma dirección, pues los ocupados crecieron a una tasa interanual del 3,1%, frente al 3,4% en el trimestre previo. Por su parte, la oferta laboral mostró un suave repunte en el período junio-septiembre, después de la moderación observada en los trimestres precedentes, que supone, en todo caso, un ritmo de avance algo más atenuado que el registrado en los últimos años.

Por lo que se refiere a los costes laborales, las estimaciones para el tercer trimestre apuntan a que la remuneración por asalariado en la economía de mercado habría mantenido ritmos de avance prácticamente iguales a los de la primera parte del ejercicio, ligeramente inferiores al 3%, con lo que se estaría produciendo una desaceleración en el ritmo de avance de los salarios, tras el repunte observado en 2006. Esta moderación de los costes laborales estaría reflejando tarifas pactadas en convenio más bajas que las del año precedente —en el entorno del 2,9%, con la información hasta septiembre—, pero, sobre todo, el menor impacto de la cláusula de salvaguarda por la desviación que registró la inflación observada en 2006, que podría elevar los costes laborales en torno a 0,3 pp en 2007, frente al impacto de casi un punto porcentual estimado el año pasado. Cabe prever que los restantes factores que explican la brecha positiva que existe entre las tarifas salariales y los incrementos en la remuneración por asalariado —en particular, los efectos composición que se han producido como consecuencia de las importantes transformaciones de la oferta laboral— podrían ir perdiendo protagonismo en los próximos trimestres, compensando parcialmente la moderación que introducen los efectos anteriores. Debido al repunte de la productividad observada, este escenario de moderación salarial se está transmitiendo a los costes laborales unitarios, que experimentan variaciones negativas en el caso de la industria, propiciando mejoras en los índices de competitividad-precio construidos con estos indicadores.

Los precios de consumo han mantenido en el promedio del trimestre tasas de crecimiento del 2,4%, similares a las del período previo, aunque el IPC mostró en septiembre un repunte, hasta alcanzar el 2,7% en términos de su tasa interanual de crecimiento. Una parte importante de la moderación observada en los precios de consumo en julio y agosto refleja los descensos de los precios del componente energético en comparación con los precios de estos productos un año antes, si bien los precios de los bienes industriales no energéticos mostraron, asimismo, un comportamiento muy favorable, reflejando, posiblemente, el efecto de la

apreciación del tipo de cambio del euro sobre los precios de importación. Por el contrario, los precios de los servicios permanecieron en cotas próximas al 4% y los precios de los alimentos, sobre todo los de los alimentos elaborados, registraron cierta aceleración. La desaparición de los efectos base mencionados, las elevaciones del precio del petróleo en los meses de septiembre y octubre y el riesgo de nuevos aumentos en los precios de los alimentos pueden incrementar las presiones inflacionistas en lo que resta de año, con el riesgo de que los mecanismos de indicación vigentes faciliten la propagación de estas alzas de precios, de naturaleza transitoria, hacia el resto de la economía.

La economía española se desenvuelve en una fase de moderación gradual del dinamismo de la demanda interna que refleja el efecto del tensionamiento de las condiciones financieras sobre las decisiones de gasto de los hogares y de las empresas españolas, y que permite pronosticar una evolución del endeudamiento del sector privado más sostenible en el tiempo. Las perspectivas de crecimiento a corto plazo son, pues, favorables, pero, como ya se ha señalado, están sujetas a un mayor grado de incertidumbre, debido a las dudas que existen sobre la duración del episodio de inestabilidad financiera. De ello depende el impacto final de dicho episodio sobre el crecimiento real de la economía mundial y, por tanto, sobre el dinamismo del entorno exterior de la economía española, en el que se asienta el avance hacia un patrón de crecimiento más equilibrado. Además, si la inestabilidad financiera internacional se prolongase, ello podría manifestarse en un endurecimiento más duradero de las condiciones financieras, lo que eventualmente afectaría a los planes de gasto del sector privado.

En estas circunstancias, las políticas económicas de estabilidad presupuestaria y de reformas estructurales tienen un importante papel que desempeñar para favorecer un entorno de certidumbre y para mejorar el grado de flexibilidad de la economía. En los últimos meses se han presentado el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2008 y el Informe Anual de Progreso, del Programa Nacional de Reformas (PNR). El Proyecto de Presupuestos sitúa el objetivo de superávit para el conjunto de las Administraciones Públicas en el 1,15% en el 2008, de manera que cumple con los requerimientos de estabilidad presupuestaria establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento y en la Ley de Estabilidad Presupuestaria. En la medida en que su elaboración se basa en una previsión de cierre del año 2007 muy prudente por el lado de los ingresos, cualquier desviación al alza de estos debería trasladarse a la consecución de un superávit también superior al programado, evitándose que redunden en un incremento del gasto. El Informe de Progreso del PNR, por su parte, pone de manifiesto que la puesta en marcha del Plan ha ido a buen ritmo y que se ha mantenido la convergencia en términos del PIB per cápita con la Unión Europea. Esta aproximación en los niveles de bienestar económico se ha basado, esencialmente, en el aumento de la tasa de empleo, por lo que se ha de seguir profundizando en las reformas que permitan tanto preservar la pujanza en la creación de empleo como incrementar, al mismo tiempo, las ganancias de eficiencia de la economía.

Desde principios de agosto se registra un período de turbulencia en los mercados financieros internacionales que se ha manifestado en un fuerte incremento de las primas de riesgo de los activos financieros estructurados asociados a la financiación de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en Estados Unidos y en un descenso drástico de la liquidez en múltiples segmentos de los mercados financieros, especialmente en los instrumentos estructurados. Estos problemas se trasladaron también a los mercados monetarios, lo que motivó intervenciones de los principales bancos centrales, que inyectaron liquidez con carácter extraordinario. La huida hacia la calidad generó inicialmente una significativa reducción de los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, apreciaciones del dólar y sobre todo del yen —por el cierre de posiciones de *carry-trade*—, y correcciones en los mercados bursátiles. Estos movimientos se revirtieron en buena medida posteriormente, en particular tras la reducción de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos en 50 pb el 18 de septiembre. En cualquier caso, las tensiones en los mercados monetarios y en los de productos estructurados y de activos de peor calificación crediticia persisten. En cuanto a los mercados cambiarios, tras la reacción inicial, el yen y el dólar volvieron a mostrar una marcada debilidad, que llevó a un mínimo histórico de 1,43 dólares por euro, y a una fuerte apreciación de las principales divisas receptoras de *carry-trades*, como el real brasileño y la lira turca. En este episodio los mercados emergentes han mostrado una notable resistencia (véase recuadro 1); aunque en un principio registraron un impacto negativo, las bolsas de todas las regiones emergentes se han recuperado de manera notable y los diferenciales soberanos se han reducido, si bien se constata una generalizada reducción de las emisiones en el mes de septiembre, tras unos meses previos de colocaciones récord. Por último, el precio del petróleo tipo Brent cayó fuertemente al inicio del período de turbulencia, pero su robusta recuperación desde finales de agosto —que coincidió con la temporada de huracanes en el golfo de México, y con unos datos de existencias negativos y la inestabilidad en algunas zonas productoras—, lo ha situado en nuevos máximos históricos, por encima de 89 dólares por barril.

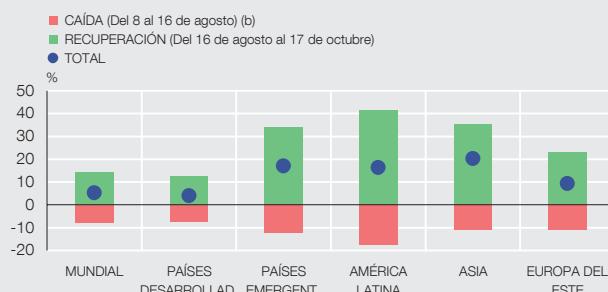
En Estados Unidos, el dato final del PIB del segundo trimestre mostró una aceleración sustancial en el ritmo de actividad económica, con un crecimiento trimestral anualizado del 3,8%, frente al 0,6% registrado en el primer trimestre. La aceleración provino de la mejora del sector externo y de la inversión no residencial. Sin embargo, se produjo una desaceleración del consumo privado, que había actuado como motor del crecimiento en los trimestres anteriores, y se mantuvo la contribución negativa de la inversión residencial. En cuanto a las perspectivas para el tercer trimestre, los indicadores más recientes confirman la debilidad del sector inmobiliario, superior incluso a las expectativas. Durante julio y agosto continuó el retroceso de las cifras de ventas de viviendas, el stock de viviendas nuevas y usadas pendientes de venta se mantuvo en niveles históricamente elevados, y en septiembre se alcanzó el mínimo histórico de los últimos catorce años en las viviendas iniciadas. De igual manera, hasta agosto, los precios de la vivienda se continuaron desacelerando significativamente. Por el lado de la demanda, los datos de empleo apuntan a cierta ralentización en el mercado laboral en el tercer trimestre —cuando en promedio se crearon 97.000 empleos al mes, cifra inferior al promedio de 134.000 en el primer semestre del año—, y algunos indicadores dispersos de consumo apuntarían a una desaceleración en septiembre y octubre. Los signos más positivos para la economía continúan proveniendo del sector industrial, donde la producción y los índices de gestores de compras de manufacturas y servicios apuntan hacia una expansión moderada de la actividad durante el tercer trimestre. Finalmente, en el sector exterior, se produjo una mejoría de la balanza comercial en agosto, como consecuencia de la aceleración de

Las economías emergentes no fueron ajenas, en un primer momento, al impacto de las turbulencias financieras originadas en el mercado hipotecario estadounidense. No obstante, y a diferencia de períodos de inestabilidad global anteriores, el impacto sobre sus mercados financieros ha sido efímero, y se han recuperado sobradamente las pérdidas iniciales.

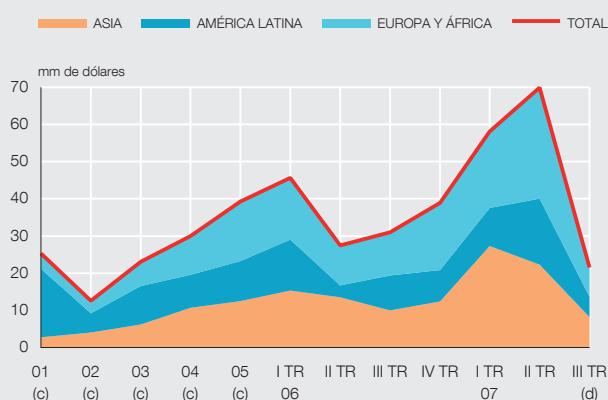
Los gráficos 1 y 2 comparan, respectivamente, la evolución de las bolsas y los diferenciales de tipos de interés de los países emergentes con variables análogas en las economías desarrolladas en tres períodos de tiempo y hasta el 17 de octubre. El primer período de referencia es desde el 8 de agosto, cuando las tensiones —que se habían iniciado ya en julio— se agudizaron, hasta el momento de máximas pérdidas en los precios de los activos —que corresponde al 16 de ese mes—, la recuperación posterior y el período completo. Las pérdidas iniciales, tanto de las bolsas como de diferenciales de rentabilidad de activos comparables —bonos de baja calificación en Estados Unidos y soberanos de emergentes— fueron algo mayores en los mercados emergentes, pero su recuperación ha sido

claramente superior, de tal modo que el balance conjunto es más favorable para estas economías. Así, las bolsas emergentes, medidas por el índice MSCI, se revalorizaron en torno al 30% a partir del 16 de agosto, compensando con creces las pérdidas de semanas anteriores. Respecto a los diferenciales soberanos, el EMBI+ de los países emergentes se había reducido de nuevo hasta el entorno de 190 pb, el nivel previo al episodio de turbulencia. Cabe precisar, sin embargo, que la recuperación de los diferenciales soberanos y de las bolsas fue mayor en Asia y América Latina que en Europa Central y del Este. En los mercados cambiarios la mayoría de las divisas se habían apreciado significativamente frente al dólar, especialmente aquellas que en la primera parte del episodio de turbulencia experimentaron mayores depreciaciones y que corresponden a países que habían sido receptores de flujos de capital vía operaciones de financiación de *carry-trade*, como es el caso del real brasileño y la lira turca. Por último, destaca la resistencia de las variables financieras en China a lo largo de todo el episodio, probablemente porque sus mercados financieros están más aislados de la evolución internacional, debido a la existencia de controles de capitales. En parti-

1 VARIACIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES (a)



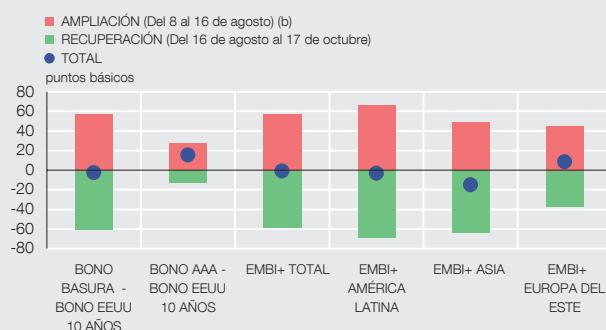
3 EMISIÓNES EN MERCADOS INTERNACIONALES



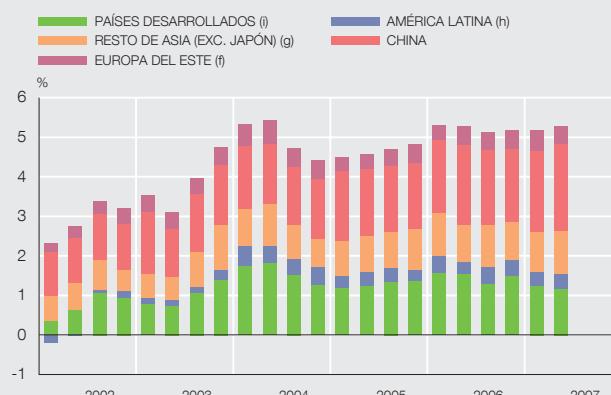
FUENTES: Estadísticas nacionales, FMI, MSCI y Datastream.

- a. Índices MSCI.
- b. El 16 de agosto es la fecha en que las variables financieras alcanzaron peores datos.
- c. Media trimestral.
- d. Datos hasta agosto y estimación para septiembre de 2007.
- e. Contribución, en puntos porcentuales, a la variación interanual del PIB mundial, calculado a partir de datos obtenidos de 56 países, que representan el 91% del PIB mundial.
- f. Rusia, Ucrania, Turquía, Polonia, Rep. Checa, Hungría, Estonia, Letonia, Lituania, Eslovenia, Eslovaquia, Bulgaria y Croacia.
- g. India, Singapur, Malasia, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Taiwán y Filipinas.
- h. Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.
- i. Europa Occidental, Estados Unidos, Canadá, Japón, Australia y Nueva Zelanda.

2 VARIACIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE BONOS



4 CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL (e)



cular, la bolsa china ha acumulado ganancias superiores al 40% desde principios de agosto.

Un contrapunto a esta evolución positiva es la drástica reducción observada en el tercer trimestre de las emisiones de deuda (pública y privada) en los mercados internacionales de las economías emergentes (véase gráfico 3). En cualquier caso, la interpretación de estos datos debe ser cautelosa, ya que supone una corrección del intenso crecimiento previo aprovechando las buenas condiciones de financiación y no refleja necesariamente la imposibilidad de emitir. Por el contrario, esta pausa en las emisiones podría interpretarse como una estrategia razonable en un contexto más incierto, dado que las necesidades de financiación no son acuciantes.

Varias razones, relacionadas tanto con las economías emergentes como con el contexto internacional, explican esta recuperación y justifican su menor vulnerabilidad financiera en esta ocasión. En primer lugar, la mayoría de estas economías ha mejorado significativamente sus fundamentos económicos (fuerte crecimiento económico, inflación contenida, déficits fiscales moderados). En segundo lugar, los fundamentos financieros son también más sólidos: la mayoría de estos países registran en la actualidad una posición exterior holgada, con la excepción de las economías del Este europeo, en las cuales, quizás por ello, la recuperación ha sido más tímida; las entradas de capitales han sido sustanciales, pero la inversión directa del exterior, tradicionalmente más estable, ha tenido en los últimos cinco años un importante protagonismo en prácticamente todas las áreas emergentes; además, estos países han acumulado reservas de modo muy intenso, lo que supone un colchón adicional ante posibles perturbaciones financieras; por otra parte, algunos Gobiernos, sobre todo los latinoamericanos, han reducido su exposición a la deuda exterior denominada en moneda extranjera, a través de políticas muy activas de gestión financiera; por último, hay que señalar que los países exportadores de materias primas y de petróleo están disfrutando además de un incremento adicional de los ya elevados precios de estos productos.

Las perspectivas de crecimiento de estas economías se mantienen robustas, en parte por la resistencia a las turbulencias financieras, y en

parte porque la demanda interna se ha venido fortaleciendo en los últimos años. Estas perspectivas positivas de crecimiento para las economías emergentes pueden constituir un sostén fundamental para el crecimiento global en el corto y medio plazo, si se verifica la previsible desaceleración en el ritmo de actividad en los países desarrollados. Las economías emergentes ya representan la mitad del producto mundial —medido en PPP— y su contribución al crecimiento del PIB global ha superado el 70% en los últimos seis años (75% en 2006) (véase gráfico 4). Por otro lado, la posición superavitaria exterior en el conjunto de estos países implica que son financiadores netos de los países desarrollados.

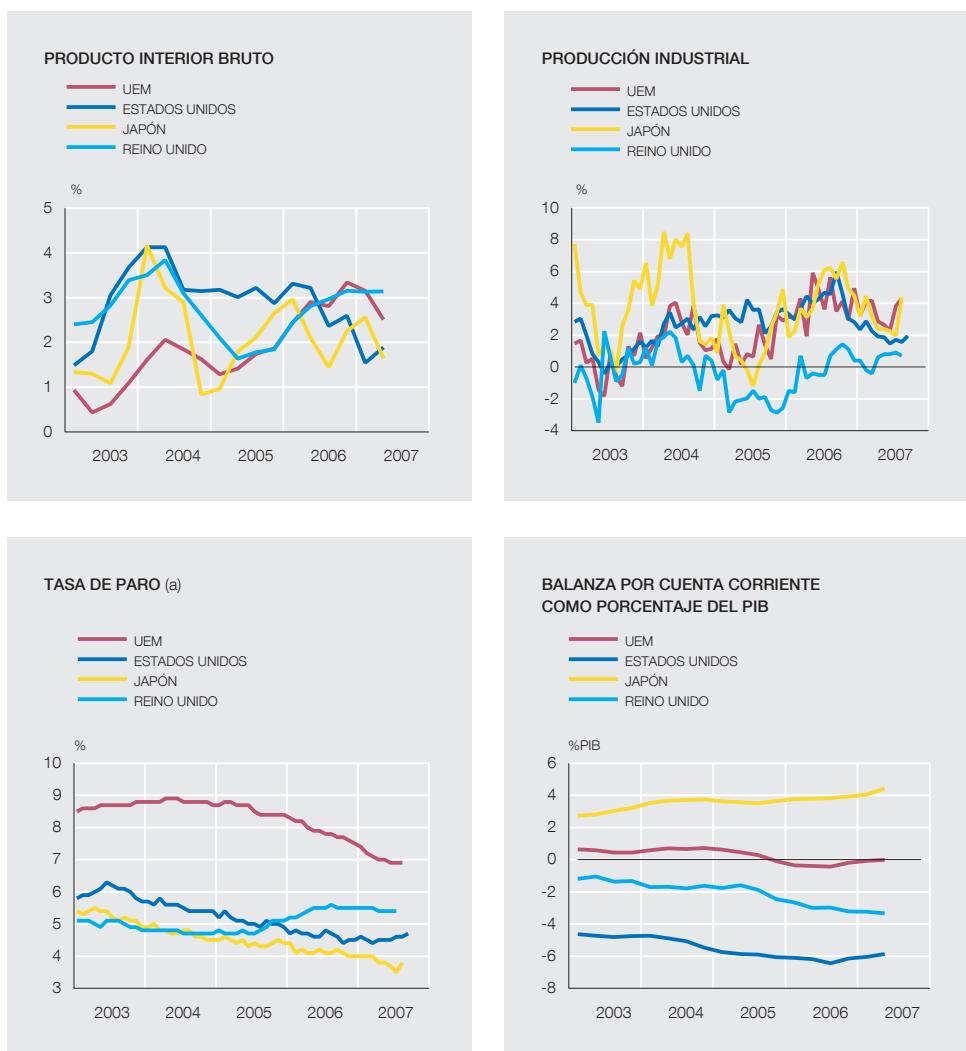
En cualquier caso, es importante notar que esta mayor resistencia de las economías emergentes se ha gestado en un contexto internacional muy positivo, tanto en el ámbito real como financiero (ya que los tipos de interés bajos han favorecido la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores internacionales, algunos de los cuales se han dirigido a los países emergentes). Por ello, estas economías se hallan expuestas a riesgos de carácter económico y financiero que es necesario vigilar. Entre los primeros destaca la posibilidad de que la desaceleración económica global sea más acusada de lo previsto. En ese caso, a pesar del fortalecimiento de la demanda interna en las economías emergentes, su decreciente pero continuada dependencia financiera del exterior y de la bonanza en los mercados de materias primas haría inviable el mantenimiento de los ritmos de crecimiento previsto. Otro elemento de riesgo son las crecientes presiones inflacionistas, que podrían generar dilemas de política económica en algunos de estos países. Entre los riesgos de carácter financiero hay que notar que muchas de las economías emergentes han registrado un fuerte crecimiento del crédito y/o un incremento significativo del endeudamiento exterior del sector privado —en ocasiones, a través de productos estructurados— en un entorno de holgada liquidez y de condiciones de financiación muy favorables. En algunas áreas como Europa del Este, este endeudamiento ha sido en moneda extranjera en una proporción elevada. Por todo ello, es fundamental que estas economías mantengan las políticas económicas y financieras que permitan seguir reduciendo su vulnerabilidad y garanticen unos fundamentos sólidos.

las exportaciones. El comportamiento de los precios en el conjunto del trimestre ha sido, en general, positivo. Así, el deflactor del gasto en consumo personal —tanto en el índice general como en el subyacente— se moderó hasta el 1,8% en agosto, y la inflación subyacente medida por el IPC se situó en septiembre en el 2,1%, pese a repuntar el índice general hasta el 2,8%. La reducción de los tipos de interés oficiales de septiembre contribuyó a una gradual aunque limitada recuperación de la normalidad en los mercados interbancarios.

En Japón, los indicadores de consumo y de actividad industrial repuntaron en agosto, tras su desfavorable evolución en julio y la contracción del PIB del segundo trimestre, debida a la inesperada caída de la inversión. Por el lado de la oferta, el tono general de la encuesta Tankan del tercer trimestre fue positivo y la producción industrial de agosto compensó sobradamente la

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
Tasas de variación interanuales

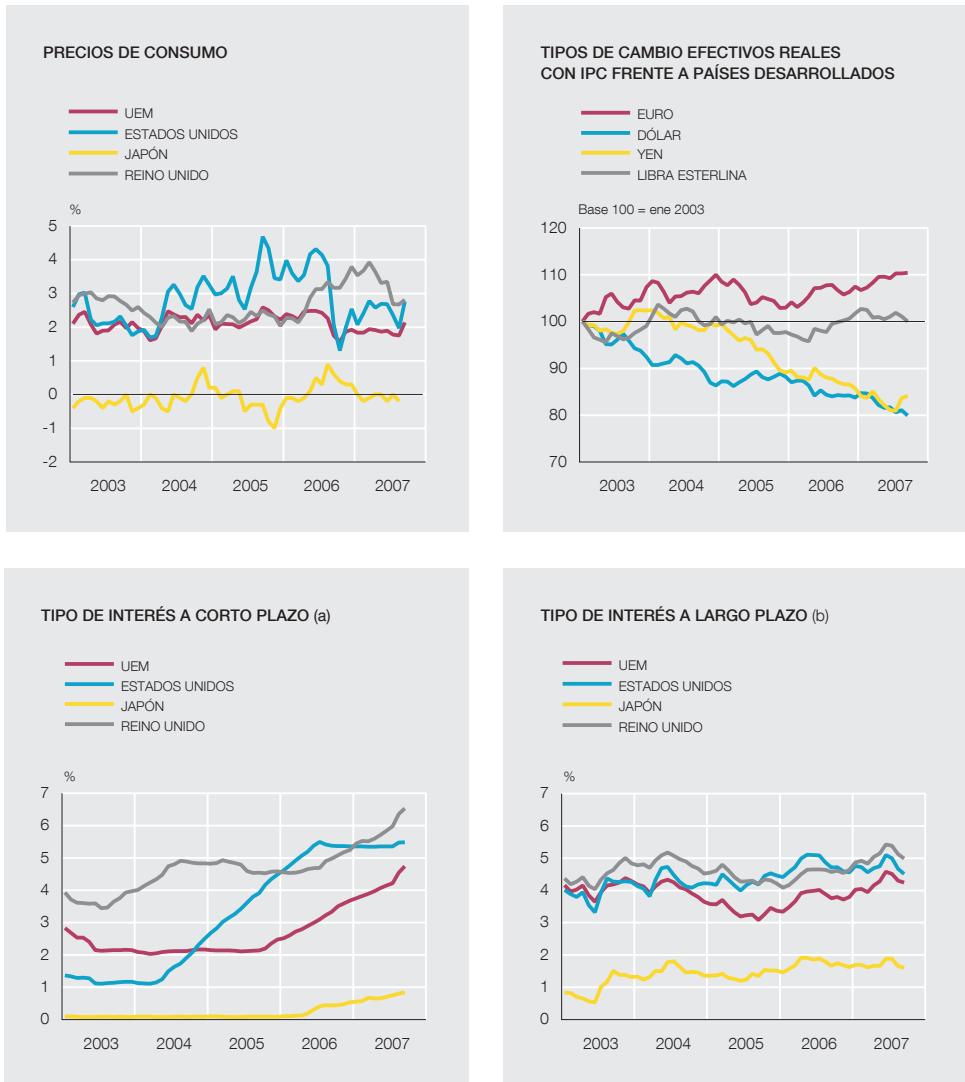
GRÁFICO 5



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

caída del mes previo, en tanto que el índice de gestores de compras de manufacturas (PMI, según sus siglas en inglés) volvió a aumentar en septiembre. Todo ello apuntaría a una recuperación de la actividad fabril después de la debilidad mostrada en el primer semestre. Por el lado del consumo, se produjeron repuntes en agosto en la mayoría de los indicadores de gasto, a pesar del continuado deterioro de la confianza de los consumidores. En el mercado laboral, la tasa de desempleo repuntó en agosto dos décimas, hasta el 3,8%, debido a una ralentización del ritmo de creación de empleo, si bien la ratio de vacantes sobre solicitudes de empleo permaneció en niveles elevados. El superávit por cuenta corriente mejoró en agosto, gracias al notable impulso de la balanza comercial, favorecida por la fortaleza de las exportaciones hacia el resto de Asia. Por el lado negativo, destacó la evolución de los indicadores de la construcción, que registran notables descensos tanto de las viviendas iniciadas como de los pedidos en agosto. En cuanto a los indicadores de inflación, los datos de agosto situaron la tasa interanual del índice general en el -0,2%, mientras que la tasa subyacente permaneció en el -0,1% por quinto mes consecutivo. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial en el 0,5% en su reunión de octubre, nivel en el que permanece inalterado desde febrero.



FUENTE: Banco de España.

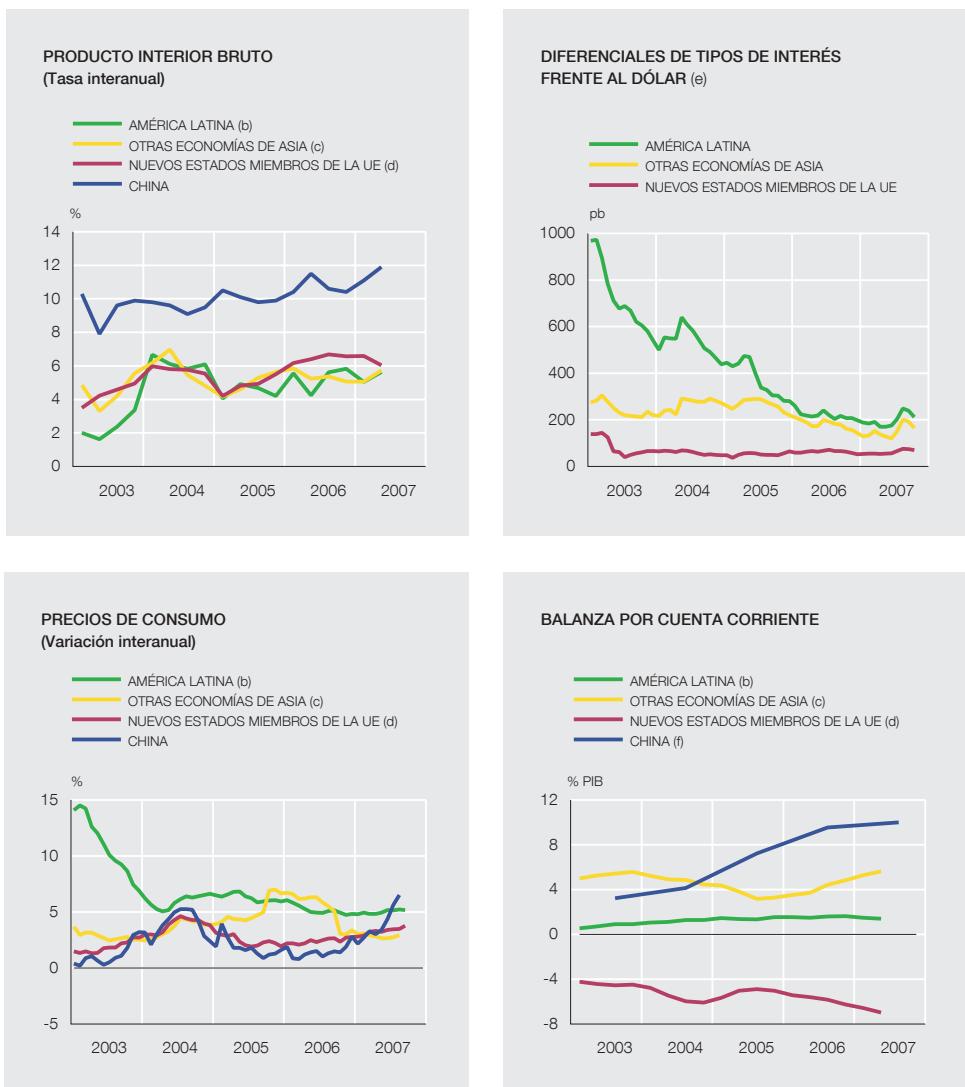
- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
 b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

En el Reino Unido, el PIB creció un 3% interanual en el segundo trimestre y, de acuerdo con la estimación preliminar, un 3,3% en el tercero, en consonancia con el dinamismo mostrado por los indicadores de producción industrial y consumo en ese período. Asimismo, durante el tercer trimestre, el incremento de los precios de consumo y de la vivienda, así como de los salarios, ha dado muestras de moderación, mientras que los precios de producción repuntaron ligeramente en septiembre. En este contexto y con el trasfondo de las turbulencias financieras, el Banco de Inglaterra mantuvo los tipos oficiales en el 5,75% en su reunión de octubre y, a partir de los problemas financieros de un banco hipotecario el 14 de septiembre, se mostró más activo en el suministro de liquidez al sistema bancario, a pesar de lo cual tampoco se ha recuperado completamente la normalidad en el mercado interbancario.

En los nuevos miembros de la Unión Europea se mantuvo el notable dinamismo de la actividad en el segundo trimestre, cuando se registró un crecimiento interanual del PIB del 6%, si bien los indicadores de actividad y demanda más recientes apuntarían a una ligera moderación,

ECONOMÍAS EMERGENTES:
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)

GRÁFICO 7



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

- a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.
- b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.
- c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.
- d. Polonia, Hungría, Rep. Checa, Eslovaquia, Estonia, Letonia, Lituania, Chipre, Malta, Bulgaria y Rumanía.
- e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la Unión Europea corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye China.
- f. Datos anuales.

especialmente acusada en Hungría, por el programa de ajuste fiscal. La fortaleza de la demanda interna en la mayoría de los países continúa presionando sobre los precios de consumo, lo que ha llevado a una revisión al alza de las expectativas de inflación, y también ha ampliado los déficits por cuenta corriente, especialmente en los países bálticos y en Bulgaria. No se modificaron tipos de interés oficiales, salvo en Hungría, donde se redujeron en 25 pb, hasta el 7,50%. Por otra parte, tras las turbulencias, las principales monedas con tipos de cambio flexibles han seguido una senda de apreciación frente al euro. Dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II, según sus siglas en inglés) se mantuvo una relativa estabilidad, con ciertas presiones depreciatorias sobre el lats letón, que sin embargo se mantuvo dentro de las bandas de fluctuación central frente al euro.

En China, el crecimiento se aceleró durante el segundo trimestre hasta el 11,9% —y en el tercer trimestre, tanto los indicadores de actividad industrial como los de demanda apuntarían a un mantenimiento en el ritmo de crecimiento—. El superávit comercial continuó siendo elevado en el tercer trimestre, tras el récord histórico de junio, en un contexto de continuada pero moderada apreciación del renminbi respecto al dólar. Fue notable a lo largo del trimestre el repunte de la inflación, que alcanza el 5,6% interanual en julio y el 6,5% en agosto (valor máximo de los últimos once años). Este aumento vino impulsado en gran medida por el incremento del precio de los alimentos, pues la inflación subyacente se mantuvo estable. En este contexto, el banco central continuó endureciendo su política monetaria, lo que se reflejó en un aumento a lo largo del último trimestre de los tipos de referencia de préstamos y depósitos en un total de 45 pb y 54 pb, respectivamente, y en una elevación del coeficiente de reservas bancarias en septiembre y octubre. En el resto de Asia, los datos de actividad económica disponibles apuntarían a que durante julio y agosto se habría moderado el ritmo de avance de la actividad económica, mientras que la inflación tendió a aumentar generalizadamente en septiembre, con la notable excepción de la India.

En América Latina el crecimiento interanual del PIB en el segundo trimestre aumentó hasta el 5,6%, frente al 5,2% del trimestre precedente. Este repunte de la actividad de la región se concentró en Brasil, Argentina y, en menor medida, Chile, mientras que en otras economías del área el crecimiento se desaceleró, si bien mantienen todavía tasas muy elevadas. La demanda interna fue el principal impulsor de la actividad, y dentro de esta es notable una nueva aceleración del ritmo de crecimiento de la inversión. Los primeros datos referidos al tercer trimestre del año apuntarían a un mantenimiento de las tasas de crecimiento en la mayoría de los países, con la excepción de Chile y México. Respecto a la evolución de los precios, en el mes de agosto la inflación regional ascendió dos décimas, hasta el 5,3%, y se mantuvo en esa cifra en septiembre. Los mayores incrementos se registraron en Brasil y Chile, y se derivaron, en gran medida, de la evolución de los precios de los alimentos. En cuanto a política monetaria, a lo largo del trimestre se instrumentó un incremento de los tipos oficiales de 25 pb en Colombia y de 50 pb en Chile y Perú. Brasil, sin embargo, los redujo en 50 pb en julio y en 25 pb en septiembre, pero no los alteró en octubre. El Congreso mexicano aprobó definitivamente la reforma fiscal presentada por el Ejecutivo, con ligeras modificaciones, medida que llevó a la revisión al alza de la calificación de su deuda soberana. También mejoró la calificación crediticia de Brasil, situándose a un escalón del grado de inversión.

Durante la primera mitad del año continuó la etapa de dinamismo que se había iniciado a finales de 2005 en la economía de la zona del euro. Los indicadores más recientes de actividad y empleo apuntan una prolongación de este escenario en la segunda mitad del año, aunque las condiciones económicas han cambiado sustancialmente por tres factores: el notable encarecimiento de las materias primas, la sostenida apreciación del euro y el endurecimiento de las condiciones financieras, que, como recoge la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), podría incrementarse en el último trimestre del año. La acción conjunta de estos tres elementos parece estar teniendo un impacto significativo —al menos, en el corto plazo— sobre la confianza de los agentes (véase recuadro 2) y podría dar lugar a una cierta ralentización del crecimiento a final de año. Es cualquier caso, no parece que la tasa de crecimiento medio del PIB en 2007 se vaya a alejar del 2,5% registrado en el segundo trimestre, una cifra que está en línea con las estimaciones realizadas por algunos organismos internacionales.

Durante el verano, los problemas originados en Estados Unidos en torno a las hipotecas de alto riesgo se extendieron a los mercados financieros internacionales, dando lugar a un cambio significativo en la valoración y actitud hacia el riesgo, un aumento de la volatilidad y un incremento de la demanda de liquidez. Las perturbaciones financieras han afectado de forma particular a los mercados monetarios, incluido el mercado interbancario del área del euro, donde se ha registrado un descenso marcado de los volúmenes de operaciones a plazo y un aumento sustancial de las rentabilidades (véase recuadro 3). En este contexto, la acción del BCE —así como la de otros bancos centrales— ha estado orientada a evitar que la escasez de liquidez contribuyera a profundizar las tensiones, que —a pesar de una cierta normalización— se han revelado más persistentes que lo que cabría haber esperado al inicio de las mismas.

Estas circunstancias han incrementado notablemente la incertidumbre sobre las perspectivas económicas del área, ya que la información disponible es todavía muy incompleta para extraer conclusiones firmes sobre la duración de la situación de inestabilidad por la que atraviesan algunos mercados financieros y sus potenciales efectos macroeconómicos. Con todo, la moderación del crecimiento económico de la UEM en 2008 será probablemente algo más acusada que la anticipada hace unos meses, si bien el avance del producto no debería alejarse del crecimiento potencial. Así lo empiezan a recoger las actualizaciones más recientes de previsiones por parte de organismos internacionales. Al mismo tiempo, los riesgos a la baja sobre este escenario central se han incrementado sustancialmente.

En relación con la inflación, la tasa interanual del IAPC aumentó hasta el 2,1% en septiembre, si bien este repunte estaba en buena parte anticipado, debido al comportamiento pasado del precio del petróleo. En el medio plazo, las perspectivas de inflación son compatibles con la estabilidad de precios. No obstante, los riesgos al alza se mantienen, enfatizados por el encarecimiento del petróleo y de los alimentos, aunque la previsible moderación de la actividad y la sostenida apreciación del euro tenderán a mitigar estas presiones.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo constante el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación en el 4% en sus reuniones de septiembre y octubre, a la espera de recabar información y de hacer una valoración más precisa sobre el impacto de las turbulencias financieras.

La mayor parte de los indicadores de confianza de la UEM registraron descensos significativos en septiembre de este año, como muestra la evolución tanto de los indicadores publicados por la Comisión Europea (véase gráfico 1) como de los índices PMI (véase gráfico 2). Coinciendo con el episodio de inestabilidad en los mercados financieros iniciado en verano, todos los indicadores de la CE —excepto el referido a la construcción— mostraron una caída, que fue más pronunciada en el caso del comercio minorista. Por lo que se refiere a las encuestas PMI, el deterioro resultó especialmente intenso en el sector servicios, con el mayor recorte mensual observado desde el inicio de la serie, en julio de 1998, que obedeció, en gran parte, a la evolución de la confianza en el subsector de servicios financieros. Este retroceso se corrigió ligeramente en octubre, mientras que en el caso del PMI de manufacturas se registró una caída adicional, de acuerdo con la información preliminar.

Una de las ventajas de los indicadores de opinión es su disponibilidad con muy poco retraso con respecto al fin del período de referencia, lo que los convierte en un instrumento muy útil para realizar una valoración inicial de la situación económica. Además, como se observa en el gráfico 3, existe una elevada correlación, prácticamente contemporánea, entre la evolución de la actividad económica —medida a través de la tasa de variación interanual del PIB— y estos indicadores¹. Sin embargo, dado que los indicadores de confianza reflejan la opinión subjetiva de los agentes económicos acerca de la situación coyuntural, son susceptibles de tener sesgos de valoración. En particular, en determinados momentos en los que aumenta la incertidumbre, por motivos económicos o extraeconómicos —tensiones bélicas, catástrofes naturales, cambios políticos—, pueden recoger reacciones desproporcionadas de carácter más o menos transitorio², que alteran parcialmente la alta correlación que habitualmente presentan con las variables cuantitativas de referencia (PIB, producción industrial, consumo...).

Para evaluar esta posibilidad es interesante observar el comportamiento de estos indicadores de opinión en episodios previos de inestabilidad. En concreto, los gráficos 4 a 7 representan la evolución de un grupo seleccionado de encuestas de confianza un año antes y otro después de los siguientes acontecimientos: el *crash* bursátil de octubre de 1987, la crisis de la deuda de Rusia y del fondo LTCM en agosto de 1998 y el pinchazo de la burbuja tecnológica en septiembre de 2000³, en los que el origen de la inestabilidad partió de los propios mercados financieros; y la invasión de Kuwait por Irak en agosto de 1990 y los atentados terroristas en Estados Unidos en septiembre de 2001, relacionados con tensiones geopolíticas. Como se observa en estos gráficos, el retroceso de los indicadores desde agosto de 2007 se halla en línea con lo ocurrido en experiencias previas. También se aprecia que el impacto inicial sobre la confianza del consumidor es inferior al efecto sobre los indicadores de oferta, como la confianza industrial y los índices PMI, en consonancia con otros episodios.

Los gráficos muestran que en varias ocasiones la recuperación de los indicadores tras la caída inicial es rápida. En otros casos, sin embargo, pueden llegar a transcurrir varios trimestres antes de que pueda distinguirse si el retroceso tiene carácter temporal o es el inicio de un cambio de tendencia. Así, la recuperación de los indicadores de opinión fue muy inmediata tras los atentados terroristas de 2001 y algo más lenta después del desencadenamiento de la crisis de 1998. Por el contrario, la moderación de los indicadores de confianza tras la invasión de Kuwait en 1990 y el descenso de las cotizaciones bursátiles en 2000 fue poco intensa en su inicio, pero no se corrigió en el año posterior. Lo ocurrido en 1987 constituye una clara excepción, pues no se aprecia un impacto reseñable del *crash* bursátil sobre las encuestas de opinión.

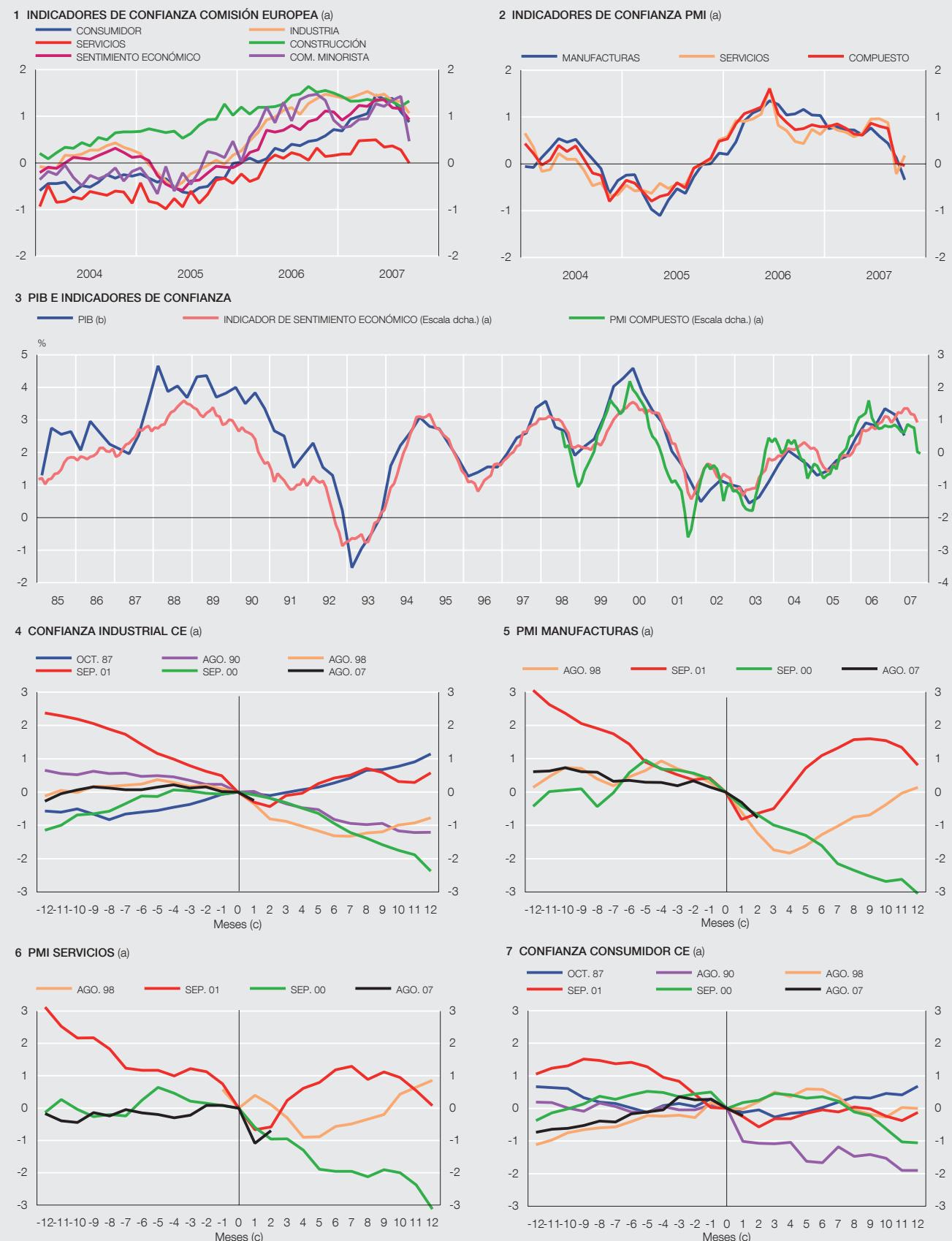
En conclusión, la rápida disponibilidad de los indicadores de opinión les hace muy útiles para el seguimiento de la situación coyuntural de la economía. Sin embargo, la evidencia disponible aconseja considerar con cierta cautela sus movimientos a muy corto plazo en los períodos inmediatamente posteriores a episodios singulares de turbulencias económicas o geopolíticas. En esos momentos, para valorar la evolución de la economía a medio plazo, es aconsejable aguardar hasta poder complementar las encuestas de opinión con la información que se desprende de los indicadores de carácter cuantitativo.

1. En el gráfico se representan el indicador de sentimiento económico elaborado por la Comisión Europea —que sintetiza los indicadores de confianza de la industria, los servicios, la construcción, el comercio minorista y el consumidor del mismo organismo— y el índice PMI compuesto, que incorpora la información correspondiente a los PMI de manufacturas y de servicios. 2. Otro ejemplo de los sesgos que pueden mostrar los indicadores de confianza se refleja en el hecho de que la media de largo plazo de muchos de estos indicadores es con frecuencia menor que el valor que puede considerarse neutral o sin cambios (cero en los indicadores de la CE y 50 para los índices PMI), lo que constituye un indicio de predominio de las opiniones pesimistas de los agentes económicos.

3. Aunque gran parte de los índices bursátiles alcanzaron sus máximos en marzo de 2000, los retrocesos de las cotizaciones se intensificaron en septiembre de dicho año.

EL COMPORTAMIENTO DE LOS INDICADORES DE CONFIANZA DE LA UEM EN PERÍODOS DE INESTABILIDAD ECONÓMICA (cont.)

RECUADRO 2



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, Eurostat y Reuters.

a. Series normalizadas.

b. Tasa de variación interanual.

c. Número de meses de diferencia en relación con el período de referencia.

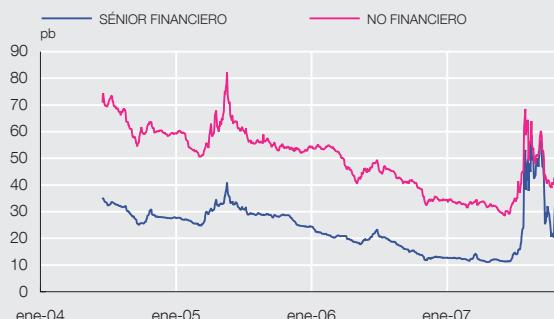
Durante los meses de julio y agosto, el repunte en la tasa de morosidad de los préstamos hipotecarios *subprime* en Estados Unidos terminó provocando tensiones en los mercados crediticios internacionales. A ello contribuyó especialmente la complejidad de los productos estructurados, que durante los últimos años se habían utilizado como mecanismos para transferir los riesgos generados por aquellos préstamos, así como la escasa transparencia acerca de las exposiciones de los inversores a estos productos. Se produjo así una reevaluación generalizada del riesgo, que, como puede observarse en el gráfico 1, fue más acusada en el caso del sector financiero, dada su exposición directa o indirecta a las turbulencias y la fuerte interdependencia entre instituciones.

Adicionalmente, algunos bancos habían contraído compromisos para suministrar liquidez en caso de necesidad a determinados vehículos financieros (*conduits*), que habían venido recurriendo a la emisión de papel comercial a corto plazo (ABCP) para financiar sus adquisiciones en valores vinculados con las hipotecas *subprime* estadounidenses. Las dificultades experimentadas por esos vehículos para refinanciarse en los mercados y el consiguiente recurso a las líneas de crédito comprometidas por los bancos generaron tensiones

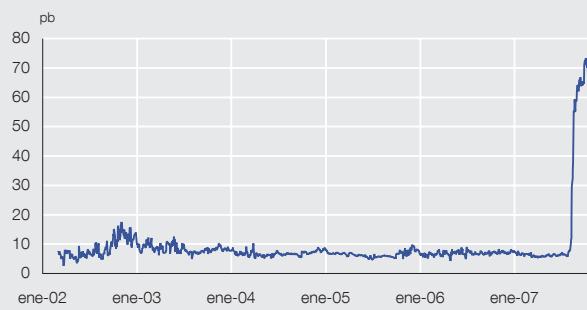
en la mayoría de los mercados interbancarios de los países industrializados, incluyendo el del área del euro. Los tipos de interés repuntaron, especialmente los de los plazos superiores al mes, y se redujo el volumen de operaciones a estos horizontes. En el caso de la UEM, el tipo EONIA tendió a separarse del tipo mínimo de las operaciones principales de financiación durante los primeros días de agosto, al tiempo que, tal como se observa en el gráfico 2, el diferencial de rentabilidad a tres meses entre las transacciones sin garantías (EURIBOR) y con garantías (EUREPO) alcanzó un nivel muy elevado, superior a los 70 pb, cuando se había venido situando por debajo de los 10 pb.

Para normalizar la situación en estos mercados, el BCE recurrió a un conjunto de medidas destinadas a proporcionar liquidez adicional. En primer lugar, se realizaron entre el 9 y el 14 de agosto cuatro operaciones de ajuste fino, en las que se inyectaron fondos mediante adquisiciones temporales a un día (*reverse repos*), siendo la primera de ellas una subasta a tipo fijo sin límite de volumen, y el resto, a tipo variable (véase gráfico 3). Por otra parte, además de las operaciones previstas de financiación a más largo plazo (con vencimientos a tres meses), se realizaron el 22 de agosto y el 11 de septiembre dos su-

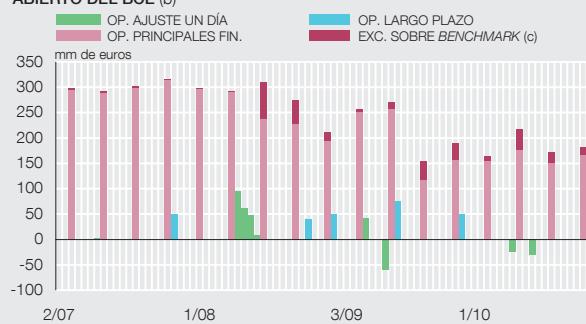
1 ITRAXX FINANCIERO Y NO FINANCIERO (a)



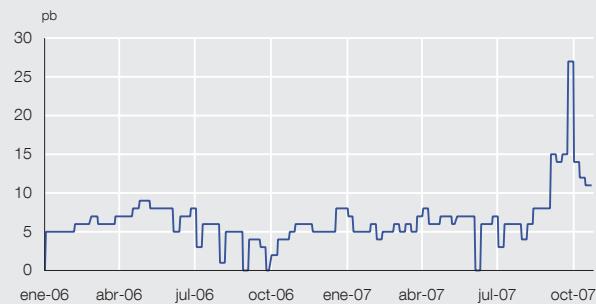
2 DIFERENCIAL EURIBOR – EUREPO A TRES MESES



3 VOLUMENES ADJUDICADOS EN LAS OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO DEL BCE (b)



4 DIFERENCIAL TIPO MARGINAL – TIPO MÍNIMO SUBASTAS BCE (d)



FUENTES: Banco Central Europeo y Bloomberg.

- a. Índices negociados de una cesta compuesta por distintos seguros de riesgo crediticio.
- b. Incluye operaciones periódicas con vencimiento semanal (operaciones principales de financiación) y a tres meses (operaciones a plazo más largo), así como operaciones no periódicas de ajuste fino.
- c. Exceso entre los volúmenes adjudicados y la referencia neutral calculada por el BCE de las necesidades de liquidez de las entidades.
- d. Diferencial entre el tipo máximo registrado y el tipo mínimo de referencia de las subastas semanales.

bastas suplementarias al mismo plazo. En la misma línea, en las operaciones principales de financiación realizadas durante este período el BCE realizó una política de gestión de liquidez más generosa, con el fin de satisfacer el deseo de las entidades de cumplir en exceso sus obligaciones de reservas mínimas, sobre todo al principio del período de cómputo de las mismas. Así, como puede apreciarse en el gráfico 3, en dichas subastas los volúmenes adjudicados se situaron por encima de la referencia neutral (*benchmark*) calculada por el BCE para cubrir las necesidades de liquidez del sistema. A pesar de ello, los tipos marginales de estas subastas alcanzaron niveles elevados en relación con el tipo mínimo (véase gráfico 4).

Gracias a estas medidas, el EONIA, en media, no se separó significativamente del tipo mínimo de las operaciones principales,

aunque presentó una volatilidad superior a la habitual (véase gráfico 12 del texto principal). Sin embargo, los tipos de interés negociados en el mercado de depósitos interbancarios no garantizados a plazo han permaneciendo en registros altos, notablemente por encima de los correspondientes a los de las transacciones respaldadas por títulos de deuda pública. Aunque en los últimos días se ha producido cierta corrección, los tipos implícitos en las operaciones cruzadas a distintos plazos apuntan que este diferencial puede continuar en niveles elevados en los próximos meses, lo que indicaría que —a la fecha de cierre de este artículo— los problemas en este mercado persisten, reflejando la mayor percepción entre los bancos del riesgo de contrapartida y el incremento de sus demandas de liquidez por motivo precaución.

3.1 Evolución económica

Según la Contabilidad Nacional, el ritmo de avance intertrimestral del PIB de la UEM se redujo cinco décimas durante el segundo trimestre, hasta el 0,3% (véase cuadro 1). La tasa interanual se situó en el 2,5%, siete décimas menos que en el primer trimestre. Esta moderación provino de un menor impulso de la demanda interna y, sobre todo, de la variación de existencias, que redujeron su aportación al crecimiento del PIB en tres y cinco décimas, hasta los 0,3 pp y -0,2 pp, respectivamente (véase gráfico 8). En el caso de la demanda interna, cabe destacar la evolución dispar de sus componentes. Así, el consumo privado experimentó una recuperación, aunque su avance interanual se mantiene en registros reducidos, del 1,5%. En cambio, el consumo público y la formación bruta de capital fijo se ralentizaron de forma significativa. En este último caso se produjo una caída, que obedeció al ajuste de la inversión en construcción, que disminuyó un 1,6% con respecto a la del primer trimestre, mientras que el gasto en bienes de equipo se aceleró ligeramente, hasta el 2%. Finalmente, la contribución neta del sector exterior aumentó dos décimas, por el menor vigor de las importaciones, ya que las exportaciones mantuvieron un ritmo de avance similar al de principios de año.

El desglose por ramas de actividad muestra una pérdida de impulso significativa en la construcción y en la agricultura, donde se produjeron caídas en el valor añadido con respecto al primer trimestre. En la industria, la producción también se ralentizó, pero mantuvo un incremento robusto, del 0,6% con respecto a los tres primeros meses del año. Por su parte, tanto el comercio como los servicios de intermediación mostraron una mayor pujanza.

La moderación del PIB en el segundo trimestre fue bastante generalizada por países y supone una ligera revisión a la baja del crecimiento en 2007, algo que ya se ha incorporado en las últimas previsiones por parte de los diferentes organismos internacionales. En las economías de mayor tamaño esta desaceleración tuvo algunas peculiaridades destacables. Así, el avance del 0,3% intertrimestral de la economía alemana se apoyó en el crecimiento de la inversión en maquinaria, las exportaciones y el consumo privado. En cambio, tal y como se preveía, la actividad en la construcción registró una acusada caída, debido, en gran medida, a su excepcional impulso en el primer trimestre, por las favorables condiciones meteorológicas. La debilidad de la economía francesa, sin embargo, obedeció a la desaceleración de las exportaciones y, sobre todo, al inesperado estancamiento de la inversión, especialmente en el componente de bienes de equipo. Finalmente, en Italia el avance del

	2006				2007			
	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR (a)	IV TR (b)
PIB								
Crecimiento interanual	2,5	2,9	2,9	3,3	3,2	2,5		
Crecimiento intertrimestral	0,9	1,0	0,6	0,8	0,8	0,3		
Previsiones de la Comisión Europea (c)							(0,3 ; 0,8)	(0,2 ; 0,8)
IPI (d)	3,5	4,3	4,3	4,0	3,9	2,6	4,1	
Sentimiento económico	102,6	106,8	108,2	109,9	110,0	111,6	109,4	
Confianza industrial	-2,3	2,3	3,7	5,7	5,3	6,3	4,3	
PMI manufacturas	54,7	57,1	56,9	56,7	55,5	55,3	54,2	51,5
Confianza servicios	14,7	18,7	19,0	19,7	20,7	22,3	20,0	
PMI servicios	57,8	59,2	57,3	57,1	57,6	57,5	56,9	55,6
Tasa de paro	8,2	7,9	7,8	7,6	7,3	7,0	6,9	
Confianza consumidores	-10,7	-9,7	-8,3	-7,0	-5,3	-2,3	-3,7	
IAPC (crecimiento interanual) (e)	2,2	2,5	1,7	1,9	1,9	1,9	2,1	
IPRI (crecimiento interanual) (e)	5,1	5,8	4,6	4,1	2,8	2,2	1,7	
Precio del petróleo en dólares (e)	61,6	68,1	61,2	62,8	62,3	71,8	78,2	81,7
Préstamos al sector privado (crecimiento interanual) (e)	10,8	11,0	11,4	10,8	10,6	10,8	11,0	
Rendimiento bonos a diez años UEM	3,6	4,0	4,0	3,9	4,1	4,4	4,5	4,4
Diferencial bonos a diez años EEUU – UEM	1,06	1,08	1,00	0,82	0,67	0,47	0,32	0,19
Tipo de cambio dólar/euro (e)	1,210	1,271	1,266	1,317	1,332	1,351	1,418	1,431
Apreciación/depreciación del dólar/euro (e)	2,6	7,8	7,3	11,6	1,1	2,5	7,7	8,6
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (e)	10,3	4,2	11,9	20,3	3,4	9,9	6,1	7,6

FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Datos medios del trimestre. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.

b. Información disponible hasta el día 25 de octubre de 2007.

c. Previsiones de crecimiento intertrimestral.

d. Crecimiento interanual de la serie ajustada de días laborables.

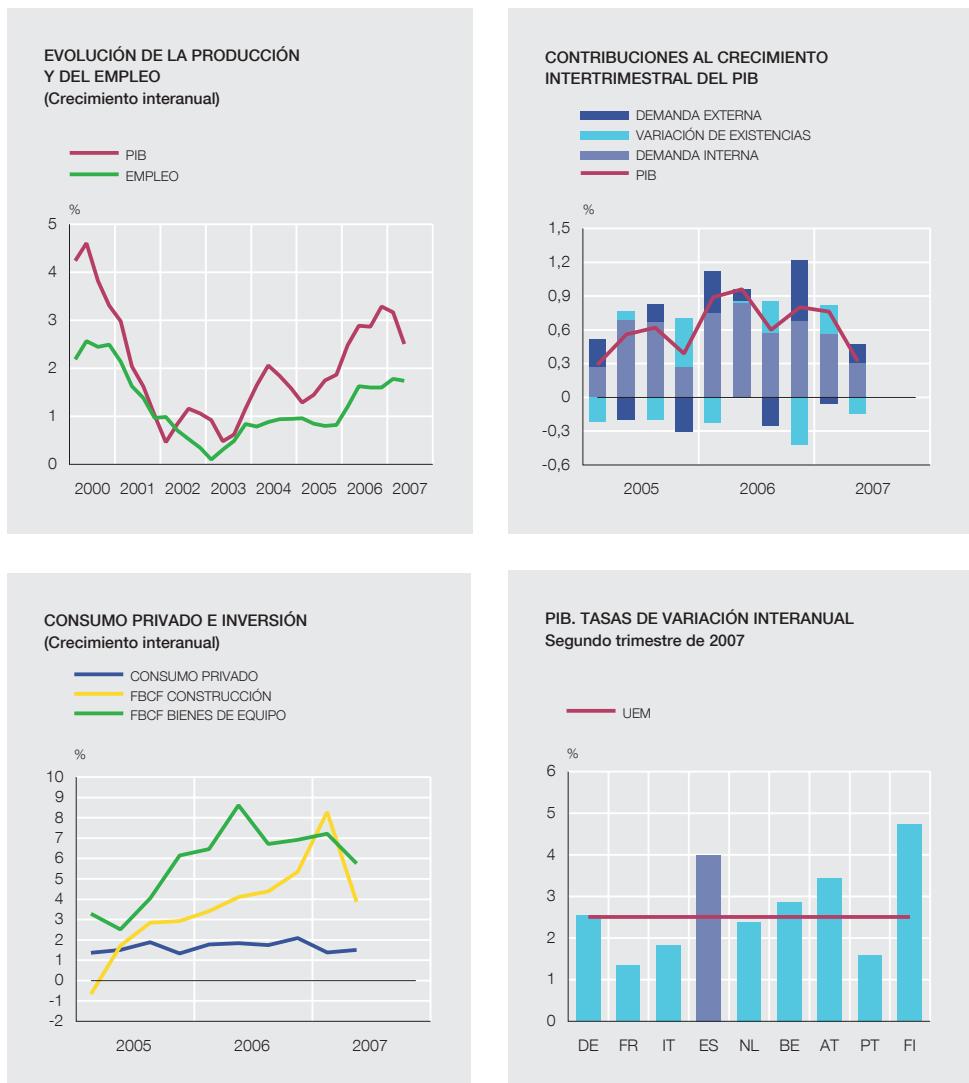
e. Datos de fin de período. Las variaciones del tipo de cambio y la bolsa son variaciones porcentuales acumuladas en el año.

PIB fue de tan solo un 0,1%, siendo el sector exterior el principal detractor de dinamismo en la economía.

Por lo que respecta al mercado de trabajo, en el segundo trimestre continuó afianzándose su recuperación, con un incremento del empleo del 0,5%, tras un crecimiento en los tres primeros meses del año revisado al alza, hasta el 0,6%. El ritmo de creación de empleo en términos interanuales se situó en el 1,7%, aunque con notables discrepancias por sector. La ralentización de la actividad y la evolución del empleo redundaron en una desaceleración de la productividad, que avanzó el 0,8%, frente al 1,4% del primer trimestre.

Las presiones salariales se mantuvieron contenidas a pesar de la favorable evolución del mercado de trabajo (véase gráfico 9). El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó por debajo del 2% en el segundo trimestre, con una desaceleración en los servicios, hasta tasas de expansión en torno al 1,2%, y variaciones menos significativas en la industria y en construcción, donde se registraron avances superiores al 3%. De esta forma, a pesar de la ralentización de la productividad, el aumento de los costes laborales unitarios en el total de la economía se mantuvo en una tasa moderada, cercana al 1% interanual. Por otro lado, la estabilidad del crecimiento del deflactor del PIB en valores en torno al 2% condujo a una nueva desaceleración de los márgenes empresariales.

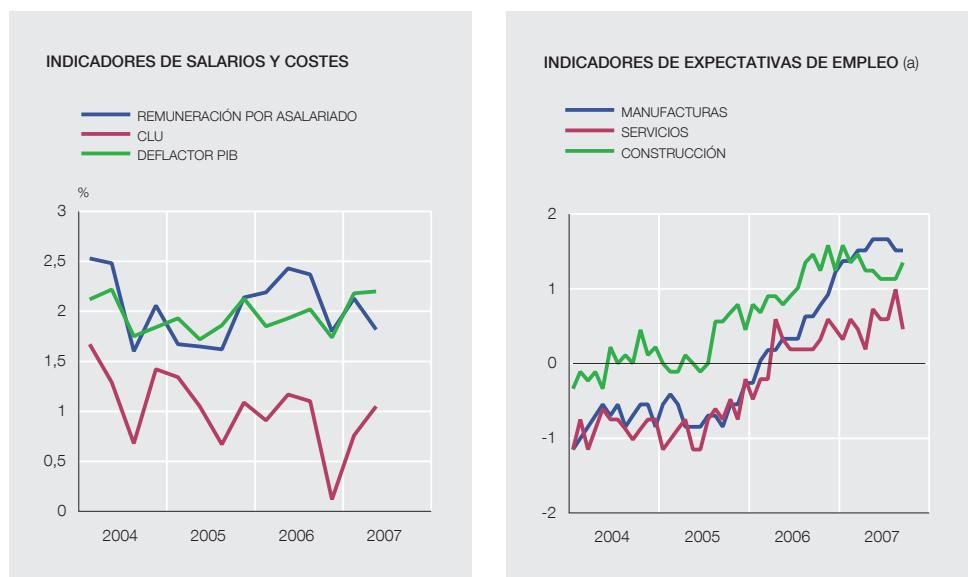
En relación con el tercer trimestre, los indicadores disponibles conforman un escenario económico muy similar al de la primera parte del año, aunque existe cierta discrepancia entre la

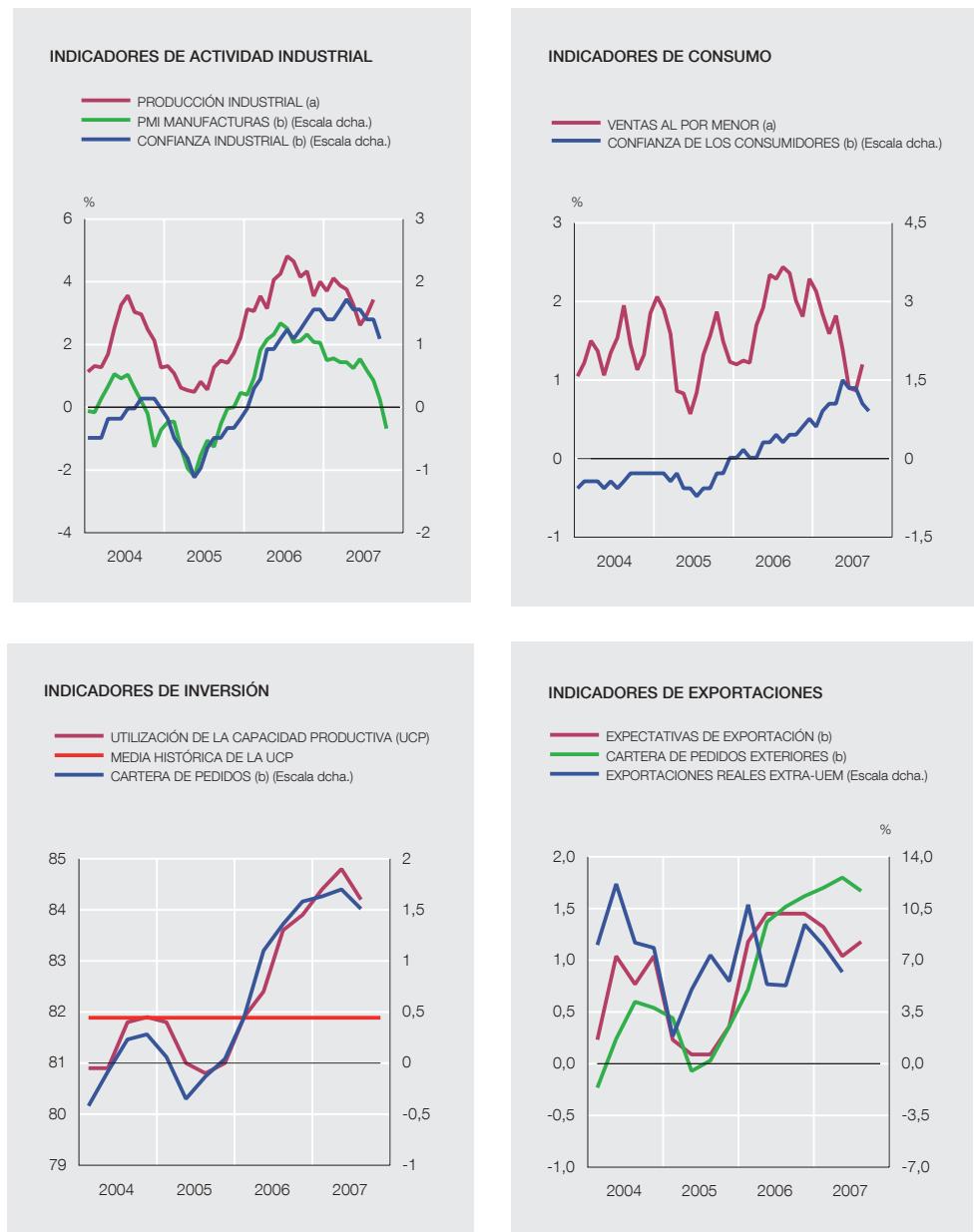


FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

información de carácter cuantitativo y cualitativo, especialmente por el lado de la oferta (véase gráfico 10). Así, durante el verano la producción industrial se aceleró de forma notable y los pedidos industriales, a pesar de su retroceso, mantuvieron un ritmo de crecimiento interanual elevado. En cambio, los indicadores de opinión, más sensibles a la incertidumbre financiera, reaccionaron a la baja de forma acusada. En septiembre, tanto las encuestas de la Comisión Europea como los índices PMI de directores de compra intensificaron de forma importante el deterioro que se venía observando a lo largo del trimestre, aunque, como se ilustra en el recuadro 2, este retroceso fue de una magnitud comparable a la de episodios de turbulencia pasados y, en esta ocasión, el nivel de partida de los indicadores de confianza era relativamente elevado. En octubre, el dato preliminar del PMI compuesto apunta un nuevo retroceso del sentimiento, a pesar de la recuperación del índice referido al sector servicios. Cabe destacar, además, que las intenciones de contratación por parte de los empresarios se mantuvieron en registros altos, aunque cedieron moderadamente en las manufacturas y los servicios en el conjunto del tercer trimestre. Además, la tasa de paro se situó en el 6,9% en agosto, nivel similar al de junio, lo que supone una caída de casi un punto porcentual en el último año.

Por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado de julio a septiembre anticipan un comportamiento en línea con lo observado en el segundo trimestre. Las ventas al por menor de julio





FUENTES: Eurostat y Comisión Europea.

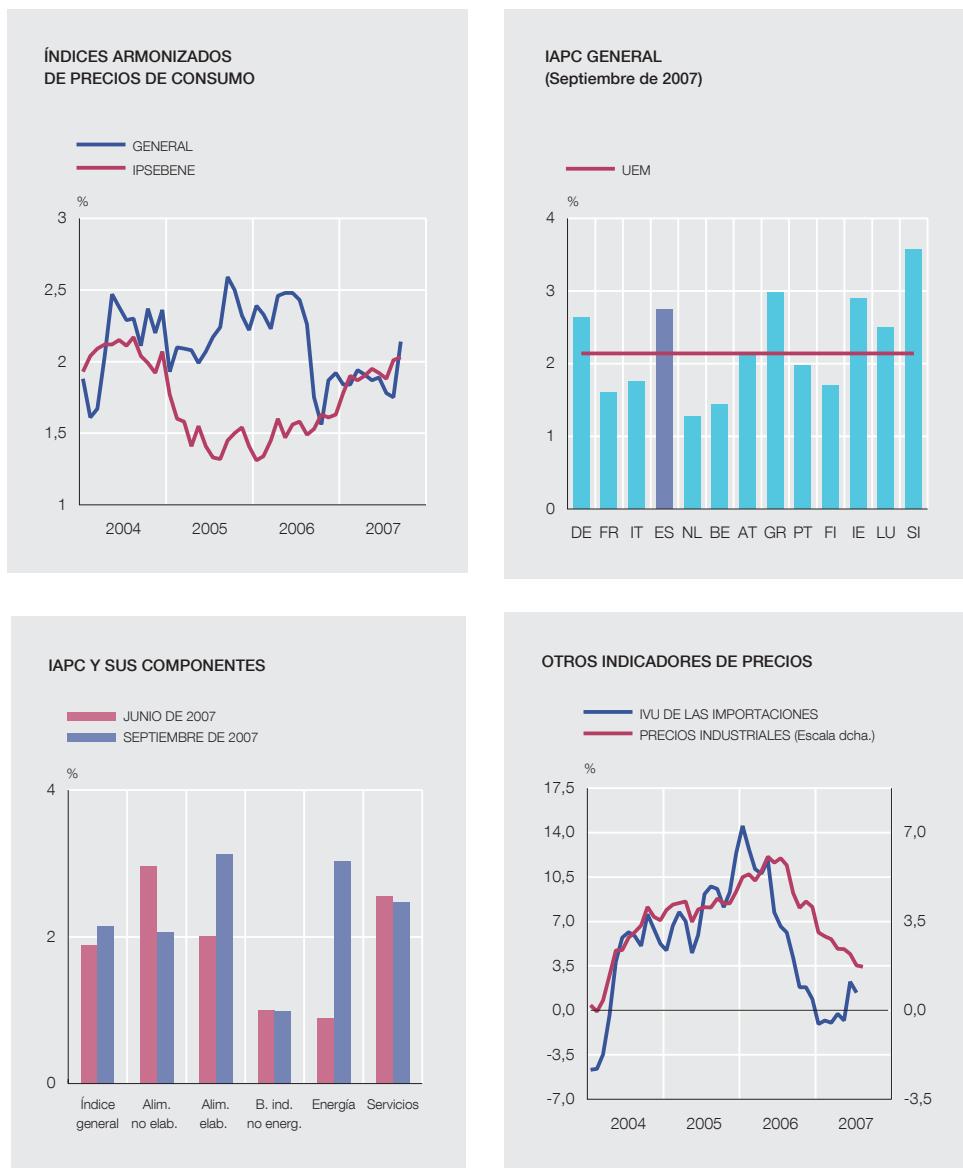
- a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Series normalizadas.

Unidos y su impacto sobre el comercio mundial y los tipos de cambio, el grado de endurecimiento de las condiciones crediticias y los posibles efectos sobre la confianza de los agentes.

En relación con los precios, el crecimiento interanual del IAPC en septiembre fue de un 2,1%, dos décimas más que a finales del segundo trimestre (véase gráfico 11). Esta evolución volvió a estar muy condicionada por el componente energético, que experimentó un avance interanual del 3%, frente a registros inferiores al 1% en el segundo trimestre, reflejo del efecto base que introduce su comportamiento en 2006 y de su encarecimiento reciente. Si se excluyen los componentes más volátiles —energía y alimentos no elaborados—, el IPSEBENE creció un 2% interanual, una décima más que en junio, al tiempo que sus componentes mostraban notables

UEM. INDICADORES DE PRECIOS Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 11



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

divergencias. Así, los alimentos elaborados se convirtieron en el componente más inflacionista, con un encarecimiento del 3% con respecto al mismo mes del año anterior, en un contexto de elevadas presiones de demanda en los mercados internacionales. En cambio, el precio de los servicios se desaceleró una décima con respecto a junio, hasta una tasa de expansión del 2,5%, y el de los bienes industriales no energéticos mantuvo un ritmo de avance moderado, del 1%. Por otro lado, los indicadores de precios de venta de las encuestas de septiembre apuntan un debilitamiento de las perspectivas inflacionistas en la industria y los servicios, dentro de unos registros elevados. Sin embargo, la encuesta de confianza de los consumidores de la Comisión Europea sugiere un incremento en la inflación percibida y esperada, que podría estar en parte relacionado con el encarecimiento de productos de consumo habitual.

Las previsiones de inflación de organismos internacionales e instituciones privadas para 2007 se mantienen dentro del rango 1,7%-2% y no superan el 2% para 2008. Aunque estas perspectivas son compatibles con la estabilidad de precios, se mantienen los riesgos al alza rela-

	% del PIB				
	2005	2006	2007 (b)	2007 (c)	2008 (c)
Bélgica	-2,3	0,4	0,3	-0,1	-0,3
Alemania	-3,4	-1,6	-1,5	-0,6	-0,3
Grecia	-5,1	-2,5	-2,4	-2,4	-2,8
España	1,0	1,8	1,0	1,4	1,2
Francia	-2,9	-2,5	-2,5	-2,4	-2,0
Irlanda	1,2	2,9	1,2	1,5	0,9
Italia	-4,2	-4,4	-2,8	-2,1	-2,2
Luxemburgo	-0,1	0,7	-0,9	0,4	0,6
Holanda	-0,3	0,6	0,2	-0,7	0,0
Austria	-1,6	-1,4	-0,8	-0,9	-0,9
Portugal	-6,1	-3,9	-3,7	-3,5	-3,2
Eslovenia	-1,5	-1,2	-1,5	-1,5	-1,5
Finlandia	2,7	3,8	2,8	3,7	3,5
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Eslovenia)					
Saldo primario	0,5	1,3		1,9	2,1
Saldo total	-2,5	-1,5	-1,4	-1,0	-0,8
Deuda pública	70,3	68,6	68,0	66,9	65,1

FUENTES: Comisión Europea y programas de estabilidad nacionales.

a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.

b. Objetivos de los programas de estabilidad presentados entre finales de 2006 y principios de 2007.

c. Previsiones de primavera de 2007 de la Comisión Europea.

cionados, en gran medida, con el encarecimiento del petróleo. En la misma dirección podrían operar la evolución del precio de las materias primas agrícolas, los posibles aumentos no anunciados en la imposición indirecta o precios regulados y la aparición de presiones salariales o incrementos de márgenes en mercados poco expuestos a la competencia. En cualquier caso, estos riesgos se encuentran más matizados que en el pasado, por la previsible moderación de la actividad y por el efecto compensador de la apreciación del euro.

El saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente acumulado entre enero y agosto registró un superávit de una cuantía de 4 mm de euros (en torno al 0,1% del PIB), frente al déficit de 27,4 mm registrado en el mismo período de 2006 (0,5% del PIB). Esta evolución se explica por el aumento del saldo positivo de la balanza de bienes —las exportaciones mostraron más dinamismo que las importaciones, con un avance interanual del 9,8% y del 5,8%, respectivamente, en los ocho primeros meses del año— y, en menor medida, de la de servicios, que más que compensaron el pequeño aumento de los déficits de las balanzas de rentas y de transferencias. Por lo que hace referencia a la cuenta financiera, en el período considerado se registraron entradas netas de inversión en cartera por un importe de 242,8 mm de euros (más del doble que la magnitud observada en el mismo período un año antes), mientras que las salidas netas en concepto de inversión directa alcanzaron los 92,2 mm (frente a casi 72 mm en 2006). Como consecuencia, la balanza básica registró un saldo positivo acumulado de 154,6 mm de euros, muy superior a los 4 mm del período enero-agosto de 2006.

Por lo que concierne a la política fiscal, la información sobre ejecución presupuestaria apunta a un tono relativamente boyante de los ingresos impositivos en lo que va de año, lo que previsiblemente conllevará una mejora del déficit público en 2007 por encima de lo que se desprende de los programas de estabilidad (véase cuadro 2). En concreto, el déficit del conjunto del área podría situarse

en torno al 1% del PIB previsto por la Comisión Europea en primavera, frente al 1,4% resultante de la agregación de los programas. Esta mejora sería atribuible, sobre todo, a la economía alemana, que podría arrojar un déficit en torno a un punto porcentual inferior al objetivo del 1,5% del PIB.

Para 2008, los presupuestos —que se encuentran actualmente en trámite parlamentario— apuntan, en general, a avances insuficientes hacia el equilibrio presupuestario en los países que aún se encuentran lejos de alcanzarlo. En el caso de Francia, el borrador de presupuestos incluye medidas limitadas de contención del gasto y una rebaja fiscal aprobada el pasado mes de agosto, cuyo coste para 2008 se estima en un 0,5% del PIB. De esta forma, el objetivo de déficit público se situaría en el 2,3% del PIB, tan solo una décima por debajo del correspondiente a 2007. Esta meta incumpliría las disposiciones del código de conducta del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) reformado, que establecen el compromiso —reiterado por el Consejo ECOFIN de octubre— de una corrección anual del saldo estructural de, al menos, un 0,5% del PIB. Además, el gobierno francés parece haberse distanciado del acuerdo del Eurogrupo, por el que los Estados miembros se comprometen a alcanzar sus objetivos presupuestarios de medio plazo en 2010 a más tardar. En Italia, los presupuestos en trámite —que prevén un déficit del 2,2% del PIB— tampoco garantizan el cumplimiento de las disposiciones del PEC reformado. En el caso de Alemania, el borrador de presupuestos no incorpora grandes progresos en términos de consolidación fiscal, teniendo en cuenta la previsible pérdida de ingresos con la entrada en vigor, en 2008, de la reforma del impuesto de sociedades.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Durante el verano, la crisis en el mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos tuvo una gran repercusión sobre los mercados financieros internacionales. La reevaluación de los riesgos dio lugar a fluctuaciones importantes en el precio de los activos, un incremento de la volatilidad y problemas de liquidez en algunos mercados, aunque desde mediados de septiembre se produjo cierta normalización.

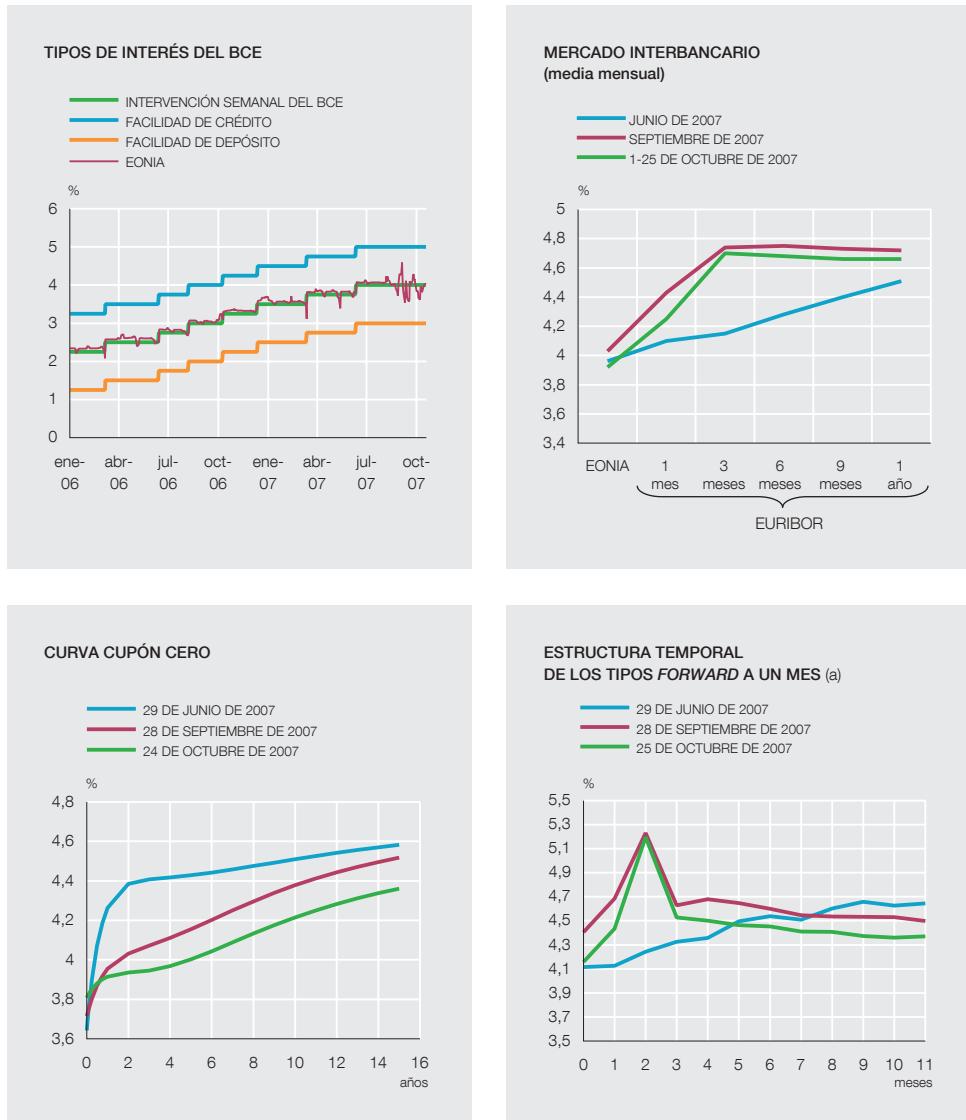
En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE detuvo la retirada gradual del estímulo monetario que venía realizando desde finales de 2005, si bien señaló que todavía se identificaban riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo. Las tensiones en los mercados financieros hicieron aconsejable acumular y evaluar más información sobre las posibles implicaciones de este episodio y condujeron al BCE a mantener sin cambios los tipos de interés oficiales en sus reuniones de septiembre y octubre. De esta forma, el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se sitúa en el 4% (véase gráfico 12).

En el mercado interbancario europeo se produjo desde mediados de agosto un aumento de las necesidades de liquidez, que, junto con algunos problemas de confianza entre las entidades, determinaron la necesidad de realizar inyecciones extraordinarias de fondos por parte del BCE (véase el recuadro 3 para mayor detalle). Las tensiones se manifestaron en un incremento de la volatilidad del EONIA y en un repunte de las rentabilidades a todos los plazos, a pesar de que las expectativas de nuevas alzas en los tipos de interés oficiales se habían desvanecido. El incremento más intenso se produjo en el EURIBOR a tres meses, llegando a alcanzar el 4,8% en septiembre. A fecha de cierre de este Boletín, se sitúa en el 4,6%, nivel muy similar al del EURIBOR a un año.

La deuda pública actuó como activo refugio y su mayor demanda conllevó una reducción temporal de la rentabilidad durante el verano, parcialmente corregida desde mediados de septiembre. Con todo, los tipos de los bonos a diez años se situaron en unos niveles relativamente reducidos, del 4,4% en la UEM, en media durante la parte transcurrida del cuarto trimestre, con una reducción del diferencial con respecto a Estados Unidos de hasta los 20 pb. En la renta fija privada, en cambio, los diferenciales de rentabilidad de los bonos de empresas no financieras con baja calidad crediticia se ampliaron durante el verano. En particular, el tipo de

TIPOS DE INTERÉS DE LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 12

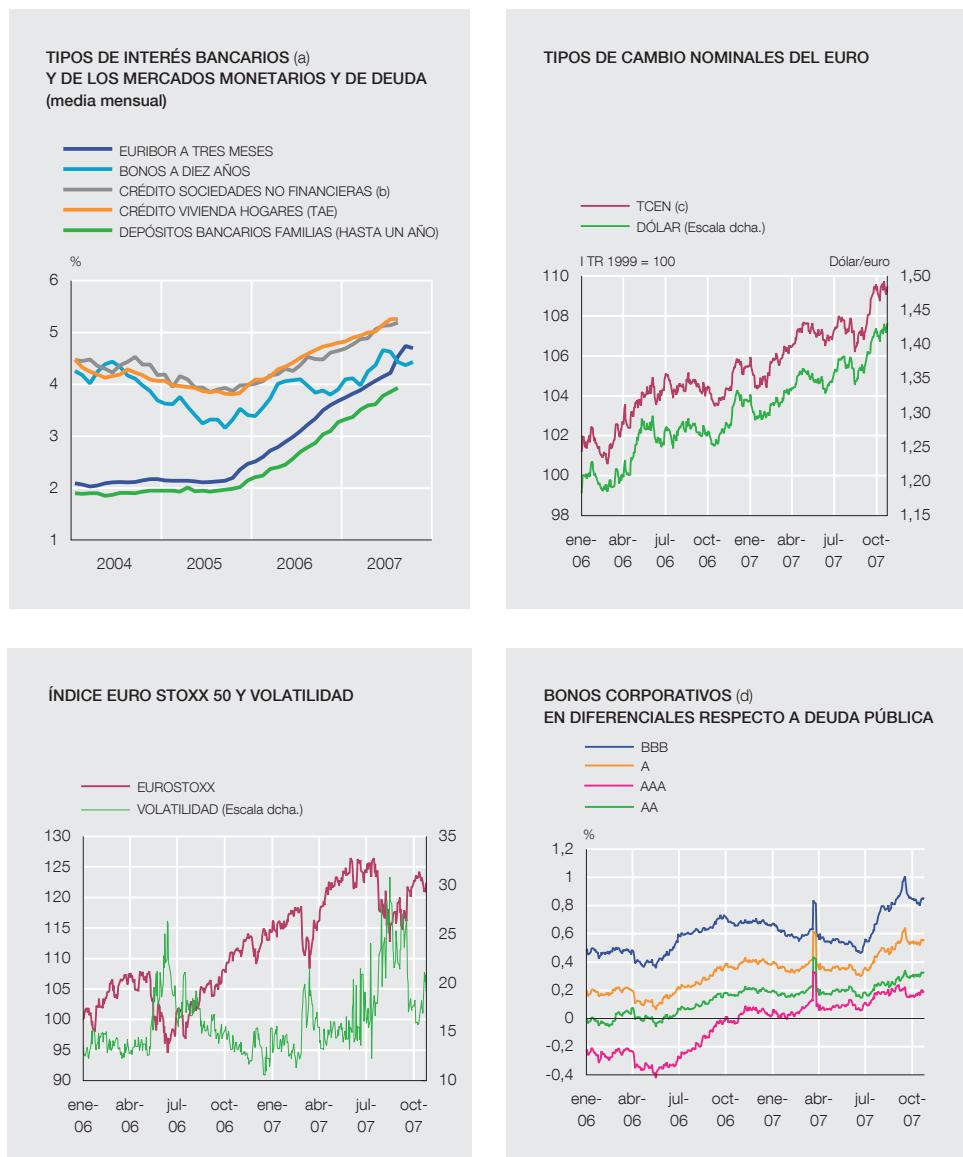


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimados con datos del EURIBOR.

interés de los bonos con calificación A y triple B han llegado a situarse en torno a los 50 pb y 70 pb, respectivamente, por encima de la rentabilidad de la deuda privada de mejor calificación. Aunque estos valores están muy por encima de los observados a principios de año, son niveles reducidos desde un punto de vista histórico. Las emisiones de bonos titulizados y productos estructurados se han visto, asimismo, afectadas con una reducción significativa de los volúmenes emitidos.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones también reaccionaron inicialmente con descensos notables y un aumento de la volatilidad, en un contexto de gran incertidumbre sobre la exposición de las empresas a la crisis y su posible impacto sobre la economía real (véase gráfico 13). Las mayores tensiones se concentraron en el sector de la construcción y en el financiero, como reflejo de su exposición a la emisión de activos titulizados y productos estructurados, que son los que más han sufrido en términos de precios y liquidez. Así, mientras que el índice Eurostoxx retrocedió en torno a un 4% durante agosto y la primera mitad de septiembre, el componente de bancos y empresas de servicios financieros lo hizo en un 10%

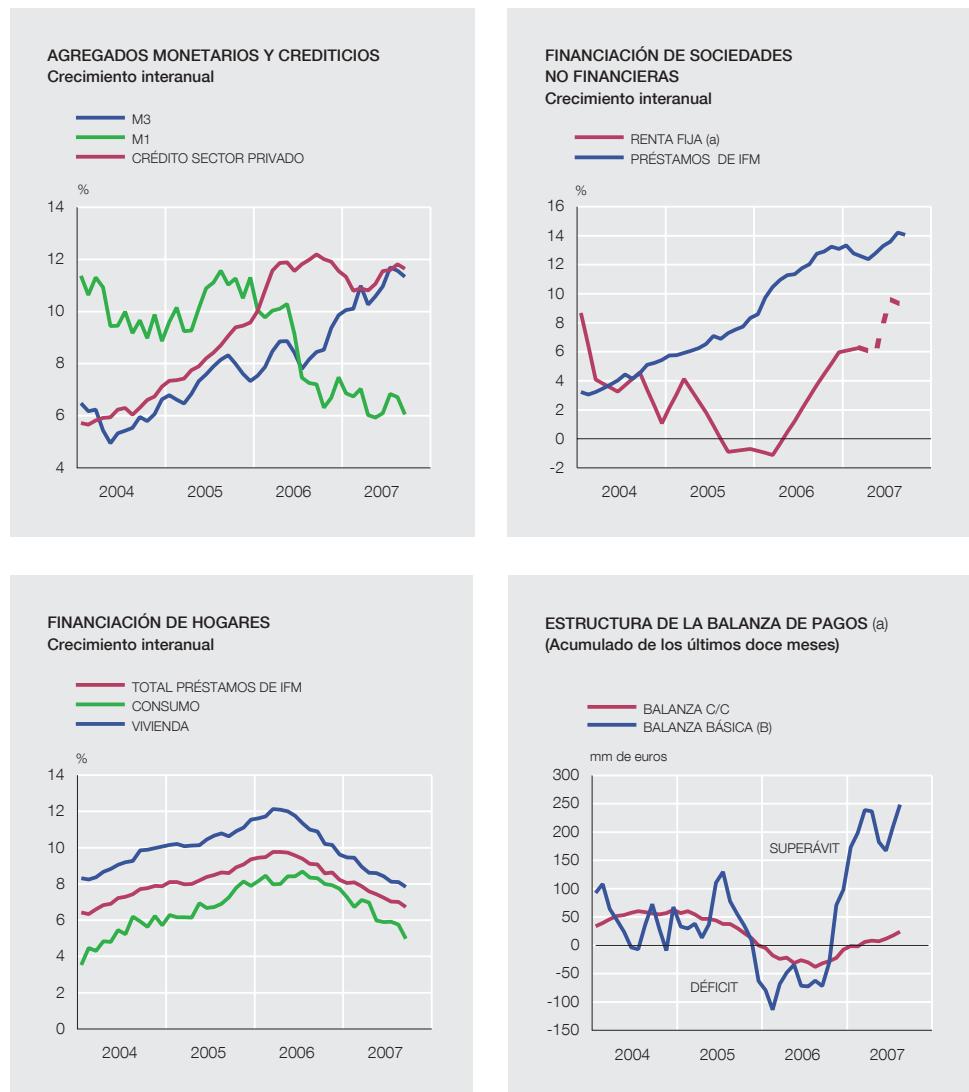


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estadísticas de tipos de interés elaboradas por el BCE correspondientes a nuevas operaciones.
 b. Tipos de interés de los préstamos a más de cinco años.
 c. Índice de tipo de cambio efectivo nominal (TCE-23). Grupo reducido extendido de monedas definidas por el BCE.
 d. Bonos emitidos por sociedades no financieras denominados en euros.

y la cotización del sector de la construcción caía en torno a un 14%. Tras la decisión de la Reserva Federal de Estados Unidos de reducir los tipos de interés, se produjo una progresiva estabilización de los mercados de renta variable con una recuperación de los índices bursátiles y una reducción de la volatilidad. De esta forma, el Eurostoxx amplio se ha revalorizado más de un 7% desde principio de año, lo que se asienta en el mantenimiento de unas expectativas de beneficios empresariales favorables.

La inestabilidad también estuvo presente en los mercados cambiarios, donde, desde finales de agosto, el euro se ha apreciado frente al dólar de forma sostenida, cotizando actualmente en valores cercanos al 1,43 dólares. De esta forma, en lo que va de año el euro acumula una revalorización cercana al 4% en términos efectivos y del 8,6% con respecto al dólar.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. El tramo discontinuo es un avance calculado con la renta fija en poder de IFM.
 b. La balanza básica se aproxima por la suma del saldo de la balanza por cuenta corriente y las inversiones directas y en cartera.

Por lo que respecta a los agregados monetarios, la evolución hasta septiembre fue una prolongación de su comportamiento reciente, determinado por una política monetaria más restrictiva y una curva de rendimientos con escasa pendiente que sostiene la demanda de algunos activos líquidos por motivo de inversión. No se puede descartar, además, que la menor tolerancia al riesgo haya contribuido también a sostener la expansión monetaria. Así, en septiembre el crecimiento interanual del agregado monetario M3 continuó siendo elevado, superior al 11%, con gran dispersión en las tasas por tipo de activo (véase gráfico 14). Así, mientras que el agregado M1, el más líquido, registra un avance en torno al 6% interanual, los otros depósitos a corto plazo muestran un gran dinamismo, con incrementos superiores al 15%.

Por su parte, los préstamos al sector privado concedidos por las instituciones financieras y monetarias continuaron creciendo en septiembre a una tasa interanual superior al 11%, sin que se apreciaran cambios significativos en la senda por tipo de prestatario. Así, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras mantuvieron un elevado ritmo de expansión, por encima del 14% interanual, mientras que los destinados a hogares prolongaron la tenden-

cia de desaceleración que mantienen desde 2006, con un avance del 6,7% interanual. Esta moderación afectó tanto a los préstamos para la adquisición de vivienda, cuyo avance interanual se situó en el 7,8% en septiembre, como a los destinados al consumo, cuya tasa de crecimiento fue del 5%. Es posible que el comportamiento del crédito en agosto y septiembre estuviera afectado por la evolución de los mercados financieros. Así, las mayores dificultades para emitir valores y cancelar préstamos puente por parte de empresas no financieras o dar de baja préstamos en el balance a través de la titulización podrían haber ejercido un impulso al alza en las cifras del crédito. En cualquier caso, la EPB de octubre, que incluye una serie de preguntas específicas sobre el impacto de las perturbaciones financieras, apunta unas condiciones de oferta de crédito más restrictivas en el tercer trimestre y que se volverán más exigentes a finales del año¹. Este endurecimiento de la oferta de crédito, que se justifica, en gran medida, por las mayores dificultades para acceder a las fuentes habituales de financiación, es más importante en el caso de las sociedades no financieras, y en particular en el de la financiación a grandes empresas y con plazo de vencimiento más largo. En el caso de los hogares, el endurecimiento es más leve, y obedece al deterioro del mercado inmobiliario y de las perspectivas económicas generales, en un contexto en el que la demanda de crédito para la adquisición de vivienda sigue dando síntomas de debilitamiento.

1. Para mayor detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007», que se incluye en este *Boletín Económico*.

De acuerdo con las estimaciones de la CNTR, en el segundo trimestre de 2007 el PIB creció un 4% en tasa interanual, una décima menos que en el trimestre anterior. En términos intertrimestrales también se observó esa ligera desaceleración, con un crecimiento del 0,9%. Coincidiendo con la publicación de la información relativa al segundo trimestre, el INE revisó las cifras de las cuentas anuales desde 2003. A nivel agregado, el ritmo de expansión del PIB se modificó ligeramente al alza, en una décima, en los años 2003 a 2005, permaneciendo sin cambios la tasa inicialmente estimada para 2006. En la composición de ese crecimiento, sin embargo, se han producido cambios de mayor calado en algunas variables, así como en el perfil trimestral de las cuentas.

La información disponible para el tercer trimestre de 2007 sugiere que el PIB se desaceleró tres décimas en ese período, hasta el 3,7% en tasa interanual, lo que se traduce en una disminución similar en términos de su tasa intertrimestral, que se situaría en el 0,6%. Esta evolución es resultado de la menor pujanza de la demanda nacional, cuya expansión (4,3% en tasa interanual) se estima que fue en tres décimas inferior a la registrada en el trimestre precedente, como consecuencia de la moderación del consumo privado y de la inversión en equipo y en construcción (véase gráfico 15). Por su parte, el sector exterior registraría una ligera mejora en su contribución al crecimiento del producto (de una décima, hasta -0,8 pp), debido al comportamiento relativamente más dinámico de las exportaciones en comparación con las compras al exterior.

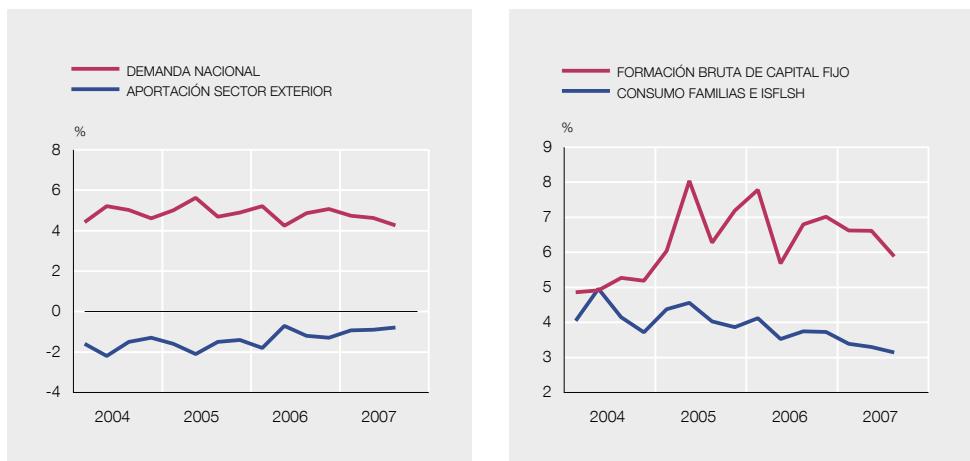
Por ramas de actividad, la suave desaceleración del crecimiento del valor añadido afectó a las distintas ramas productivas en el tercer trimestre, pero de forma algo más acusada a los sectores de la construcción y de la energía. Los principales indicadores de empleo también reflejan cierta pérdida de dinamismo en relación con la primera parte del año. En este contexto, se estima que durante el tercer trimestre la productividad aparente del trabajo se ralentizó ligeramente, lo que, unido al ligero incremento de la remuneración por empleado, habría supuesto un pequeño repunte de los costes laborales unitarios, si bien en la parte transcurrida del año los incrementos salariales y de los costes laborales unitarios están siendo inferiores a los de 2006. En el caso de los precios de consumo, el IPC mantuvo su tasa de expansión interanual en el 2,4% en el promedio del tercer trimestre, si bien, tras dos meses de crecimientos relativamente contenidos, en septiembre la inflación repuntó al 2,7%, como consecuencia tanto de un encarecimiento de los precios energéticos ligado a un efecto de base como de las alzas de precios de los alimentos elaborados, comunes a otros países.

4.1 Demanda

En el segundo trimestre de 2007, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH creció un 3,3% interanual, una décima menos que en el trimestre anterior, prolongándose la senda de desaceleración iniciada en 2005 (véase gráfico 16). La información coyuntural más reciente apunta hacia el mantenimiento en el tercer trimestre de esta tendencia de suave pérdida de vigor del consumo final de los hogares españoles. En concreto, los datos de ventas de grandes empresas de la Agencia Tributaria, correspondientes a julio y agosto, presentaron un menor dinamismo del consumo, sobre todo, de servicios. Las matriculaciones de automóviles cayeron por tercer trimestre consecutivo, mostrando una tasa interanual negativa cercana al 3%, más pronunciada que la del segundo trimestre. En cuanto a los indicadores de confianza, las opiniones de los consumidores se comportaron de forma relativamente estable en los meses de verano, mientras que la confianza del comercio al por menor minorista empeoró en el tercer trimestre, con un dato especialmente negativo en septiembre, posiblemente como consecuencia de la incertidumbre creada por las turbulencias en los mercados financieros.

PRINCIPALES AGREGADOS DE LA DEMANDA (a)

GRÁFICO 15

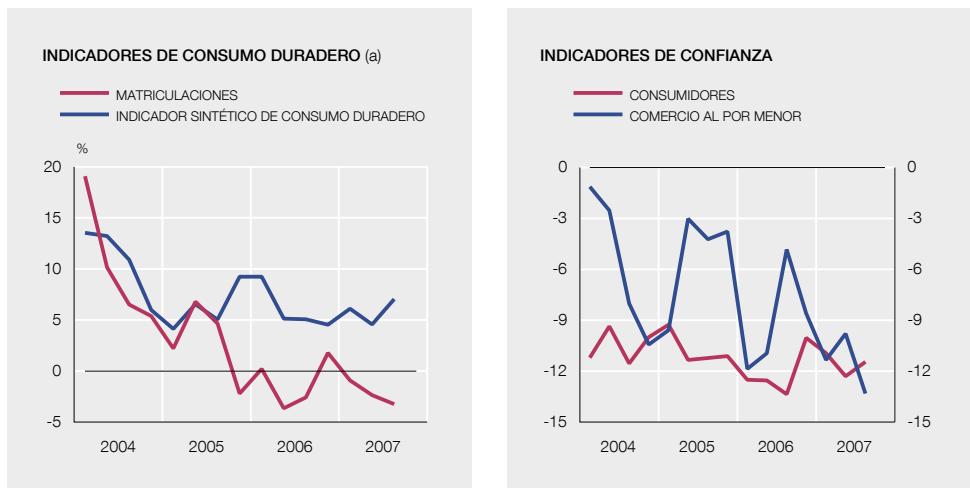
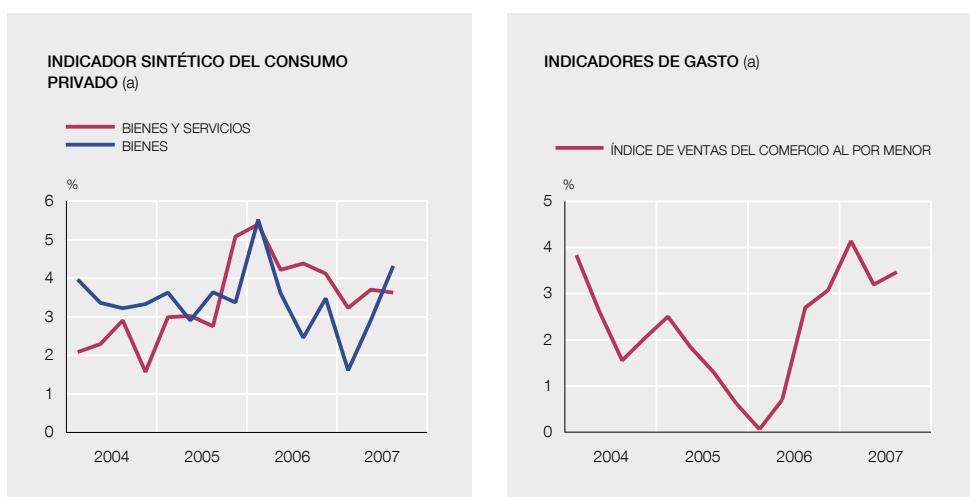


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO

GRÁFICO 16



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

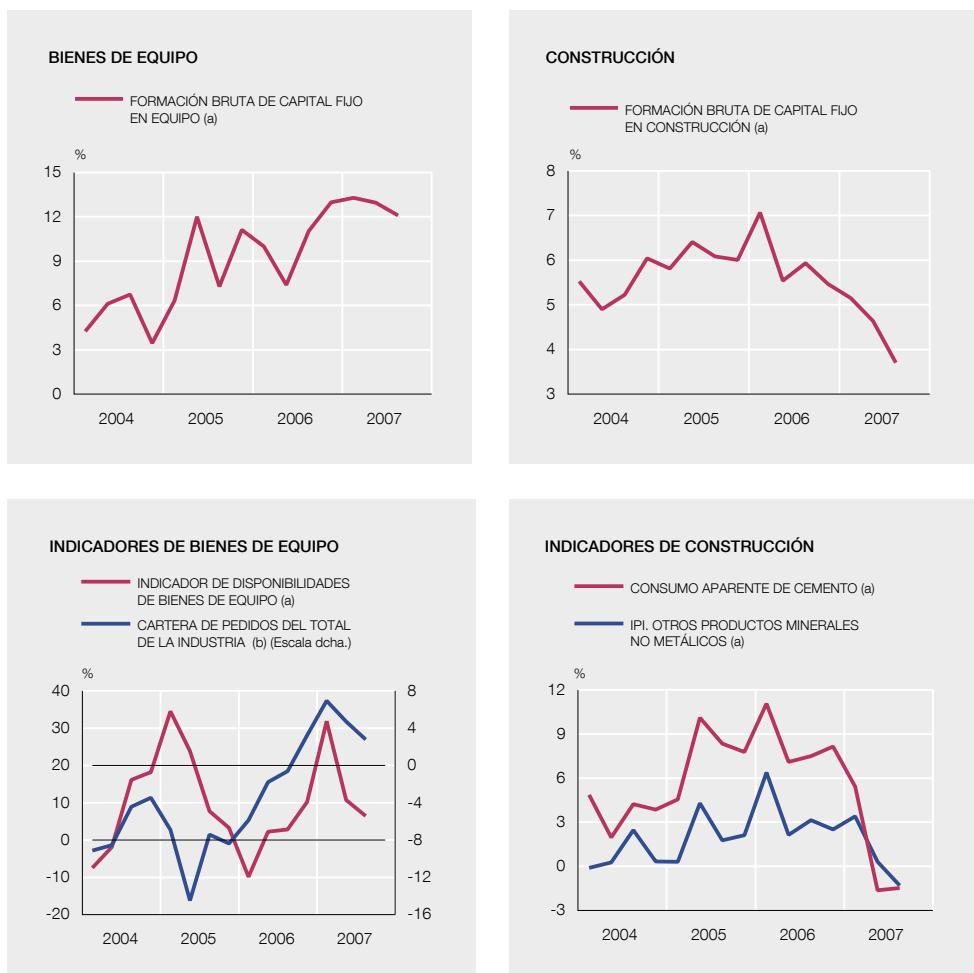
El avance del consumo de las familias durante los meses transcurridos de 2007 ha continuado estando sostenido por la fortaleza de la creación de empleo y por la moderación de la tasa de inflación respecto a los registros de 2006. Ambos factores han favorecido el mantenimiento de ritmos de crecimiento de la renta real relativamente elevados, según se desprende de las cifras de las cuentas no financieras del segundo trimestre de 2007, aunque estas cuentas también revelan que la tasa de ahorro de los hogares se redujo hasta el 10% en el período abril-junio (en términos acumulados de cuatro trimestres), tras haberse situado en el 10,5% al finalizar 2006. Con todo, es de prever que el ritmo de revalorización más contenido tanto de la riqueza inmobiliaria como financiera de los hogares, junto con unas condiciones financieras menos holgadas, se traduzca en una reducción de la propensión al consumo de las familias y en una mayor estabilidad de la tasa de ahorro, tras varios años de descensos.

El consumo final de las Administraciones Públicas mantuvo su fortaleza en el segundo trimestre de 2007, aunque se desaceleró dos décimas, hasta crecer un 5,5%. La información disponible apunta a la continuidad de un ritmo de crecimiento bastante dinámico en el tercer trimestre, sobre la base, fundamentalmente, de la información sobre la evolución de las compras netas de bienes y servicios que proporciona la ejecución presupuestaria del Estado.

La formación bruta de capital fijo siguió mostrando un notable dinamismo en el segundo trimestre de 2007, pues su tasa de crecimiento interanual se mantuvo estable en el 6,6% del trimestre anterior (véase gráfico 17). La fuerte expansión de la inversión en otros productos —componente vinculado a la promoción e intermediación inmobiliaria y a la adquisición de software— compensó la ligera disminución experimentada tanto por la inversión en bienes de equipo como, en mayor medida, por la inversión en construcción, que crecieron un 13% y un 4,6%, respectivamente, tres y seis décimas menos que en el período anterior. La información que proporcionan los indicadores correspondientes al tercer trimestre sugiere que la inversión en capital fijo rebajó su fuerte ritmo de avance, hasta una tasa en torno al 6%, como resultado de una desaceleración de la inversión en construcción y del gasto en bienes de equipo, si bien este se mantendría como el componente más dinámico de la demanda.

En efecto, los indicadores disponibles relativos a la inversión en bienes de equipo siguen dibujando un panorama de relativa fortaleza, aunque algo menor que la de trimestres anteriores. Así, el indicador de disponibilidades, calculado con datos hasta agosto, suavizó su ritmo de crecimiento, ante el menor vigor de las importaciones de este tipo de bienes. Por su parte, los indicadores de opinión han mostrado un menor optimismo, que se observa tanto en el indicador de confianza del conjunto de la industria, como en los indicadores de clima de la industria de bienes de equipo, con una disminución sustancial en agosto de este indicador y de la cartera de pedidos prevista. La evolución reciente de la inversión en equipo se sigue sustentando en el dinamismo de la actividad y de los beneficios empresariales, a pesar del crecimiento de los gastos financieros al que han conducido los mayores tipos de interés y la mayor apelación a fuentes de financiación externa, tal como indican los datos de la Central de Bala nces hasta el segundo trimestre de 2007. La expansión adicional en el tercer trimestre del nivel de utilización de la capacidad productiva sugiere que siguen existiendo necesidades de inversión para mantener la expansión de la economía. No obstante, el progresivo incremento de las necesidades de financiación de las sociedades no financieras —que, en términos acumulados de cuatro trimestres, alcanzaron un 9,4% del PIB en el segundo trimestre de 2007— podría suponer un freno para sus planes de inversión.

La inversión en construcción en el segundo trimestre del año continuó la senda de desaceleración que inició en los primeros meses del año 2006. La información coyuntural disponible

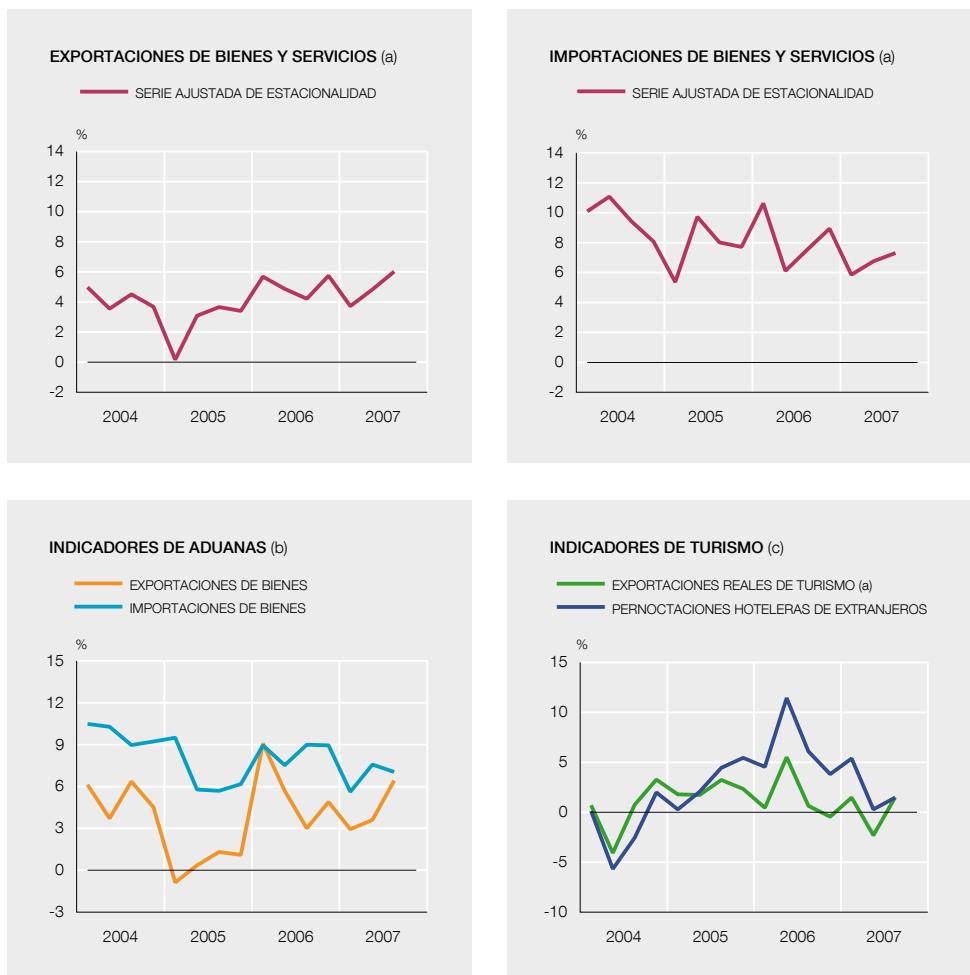


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Ministerio de Fomento, OFICEMEN, Instituto Nacional de Empleo y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
 b. Nivel, serie original.

sugiere que esta tendencia se prolongará en el tercer trimestre de 2007. En esta línea apuntan tanto los indicadores más relevantes de carácter contemporáneo, que presentan un panorama de menor dinamismo en la construcción, como los indicadores de opinión del sector. El consumo aparente de cemento, así como otros indicadores de fabricación de productos intermedios, experimentaron caídas en los meses de julio y agosto. Por su parte, la tasa interanual de las afiliaciones a la Seguridad Social de esta rama disminuyó cerca de tres puntos en el período julio-septiembre, a la vez que el paro registrado en el sector se amplió de forma significativa en términos interanuales en ese trimestre.

Por tipo de obra, la inversión tanto en vivienda como en otras construcciones se desaceleró en el segundo trimestre, hasta tasas del 3,7% y 5,7%, respectivamente. Los indicadores de inversión en vivienda de carácter adelantado —como los visados— y la trayectoria de la demanda, que puede aproximarse por la evolución de las transacciones, apuntan a que en el tercer trimestre prosiguió la ralentización de este componente. El número de viviendas iniciadas también ha disminuido, lo que permite prever una mayor moderación de la inversión residencial en el futuro. Por lo que respecta al resto de construcciones, la edificación no residencial presentaría, asimismo, unas perspectivas más moderadas a la luz de los últimos datos sobre visados de estas construcciones. Por su parte, en la obra civil se espera que se man-



FUENTES: INE, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

tenga cierto dinamismo, aunque menos intenso que en trimestres previos, como consecuencia de la cifras tan altas de licitación oficial en 2006, cuya ejecución se reflejará en la inversión pública del presente ejercicio.

En el segundo trimestre de 2007, la demanda exterior neta mantuvo su contribución negativa al crecimiento del producto en 0,9 pp. Durante este período tanto las exportaciones como las importaciones reales de bienes y servicios ampliaron en torno a un punto porcentual sus tasas de variación interanual, hasta el 4,8% y el 6,7%, respectivamente (véase gráfico 18). Para el tercer trimestre se estima una aceleración de las importaciones y, sobre todo, de las ventas al exterior, de modo que la demanda exterior neta mejoraría su aportación al crecimiento del PIB en una décima. En concreto, se estima que las exportaciones crecerían en torno a un 6% en tasa interanual en el tercer trimestre, gracias a una mejora generalizada de sus componentes, pues las ventas de bienes y de servicios no turísticos mostrarían tasas de expansión significativas, mientras que los ingresos reales por turismo se recuperarían de las tasas negativas observadas en el segundo trimestre. Por su parte, las importaciones crecerían ligeramente por encima del 7%, favorecidas por el abaratamiento de los productos en euros debido a la apreciación de esta moneda.

Según se desprende de las cifras de comercio exterior de Aduanas, las exportaciones reales de bienes registraron una evolución muy positiva durante los meses de julio y agosto, con una tasa de crecimiento interanual del 8,5% en el conjunto de esos dos meses, frente a un incremento de las ventas al exterior en torno al 3% en el primer semestre. Por grupos de productos, las partidas más dinámicas fueron las ventas de consumo no alimenticio —especialmente los automóviles— y las de bienes intermedios. En el período enero-agosto las exportaciones reales de bienes crecieron ligeramente por encima del 4%, cantidad inferior a la observada en 2006 (5,6%) y al crecimiento estimado de nuestros mercados exteriores (véase recuadro 4). Por áreas geográficas y en términos nominales, las ventas en julio y agosto crecieron a un ritmo mayor en los mercados de fuera de la UE (un 12,6%), con tasas especialmente elevadas en las exportaciones dirigidas a China, Rusia y países asociados, y países de la OPEP, si bien estas áreas todavía representan una parte pequeña del comercio exterior español, mientras que disminuyeron las ventas a América Latina. Dentro de la zona del euro, las exportaciones a Francia e Italia mostraron notables ritmos de crecimiento, por encima del 10%.

Las exportaciones reales de servicios turísticos presentaron una contracción (-2,3% en tasa interanual) durante el segundo trimestre de 2007 en línea con la desfavorable evolución que registraron los principales indicadores reales de turismo durante ese período, acusando, en parte, las adversas condiciones climáticas de la estación primaveral. La información disponible del tercer trimestre resulta más favorable, con una recuperación de las pernoctaciones, de los turistas entrados por fronteras y del gasto nominal, de acuerdo con la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR). Estos datos permitirían albergar expectativas de mejora en este sector, que presenta cierta atonía desde la segunda mitad del año 2006.

En cuanto a las exportaciones reales de servicios no turísticos, los datos de la CNTR arrojaron un crecimiento del 12,2% en el segundo trimestre de 2007, frente al aumento del 6,5% del trimestre previo, en sintonía con la evolución alcista que mantuvo el indicador nominal de Balanza de Pagos en este período. En este sentido, sobre la base de la información incompleta de este indicador, se mantiene para el tercer trimestre la fortaleza de este componente de la demanda externa, apoyada en el dinamismo que presentan los servicios empresariales y los servicios de transporte.

Por lo que respecta a las importaciones reales de bienes, la CNTR del segundo trimestre de 2007 registró una mejora en su ritmo de avance interanual hasta el 6,3%, desde el 5,6% del trimestre precedente. De acuerdo con los datos de Aduanas más recientes, las importaciones reales continuaron acelerándose durante los meses de julio y agosto, debido al repunte que registraron tanto las compras de bienes de consumo como las de productos intermedios, no energéticos. En el conjunto de los ocho primeros meses del año las importaciones reales mantuvieron un tono vigoroso, creciendo casi un 7%, por debajo del avance medio del año anterior (8,6%). En el conjunto de este período destacó el elevado dinamismo que adquirieron las compras exteriores de bienes de equipo, superior al 11%, mientras que las compras de bienes de consumo se moderaron, yendo hacia tasas en torno al 4%. Por su parte, las importaciones de bienes intermedios no energéticos han prolongado el elevado vigor que les caracterizó en el ejercicio anterior y que se encuentra vinculado al dinamismo de la producción industrial.

Finalmente, las importaciones reales de servicios se aceleraron durante el segundo trimestre del ejercicio en curso, hasta situar su tasa de avance interanual en el 8,5%, desde el 6,8% del trimestre precedente. Este resultado fue consecuencia del incremento de las compras de servicios no turísticos, coherente con la tónica ascendente que reflejó el indicador nominal de Balanza de Pagos; de la misma forma que en las exportaciones, los servicios de transporte y los servicios prestados a las empresas fueron los principales impulsores de esta expansión.

La corrección de la contribución negativa de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB que muestran los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral de España (desde -1,6 pp en 2005 hasta -1,2 pp en 2006 y -0,9 pp en la primera mitad de 2007) se explica, en parte, por la recuperación de las exportaciones, especialmente en comparación con la atonía que mostraron en 2005. Identificar los sectores y áreas que sustentan esa recuperación aporta información relevante sobre los factores que han condicionado su evolución en los últimos trimestres y, por tanto, sobre las posibilidades de consolidación de esa pauta en el futuro.

El mejor comportamiento que registraron las ventas de bienes al exterior en el año 2006 fue generalizado por áreas geográficas, destacando la aportación de las exportaciones extracomunitarias (véase cuadro adjunto). En cambio, la ligera ralentización que mostraron en los primeros siete meses de 2007 se explica, precisamente, por la moderación de las exportaciones de bienes a esa zona, ya que las ventas al área del euro han mantenido un ritmo de crecimiento algo superior al del año anterior. La información desagregada por países, disponible en términos nominales, pone de manifiesto el carácter generalizado de la recuperación de las ventas a la zona del euro. En cambio, las destinadas al resto del mundo muestran comportamien-

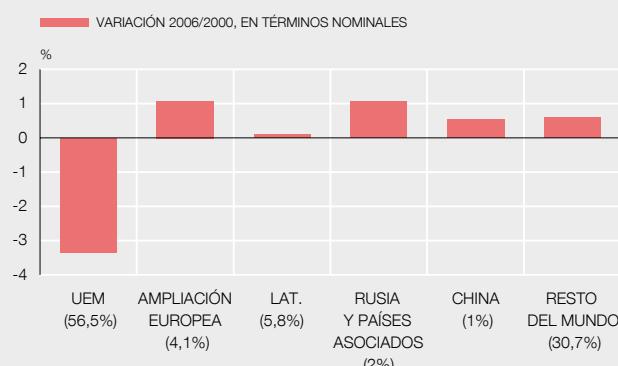
tos más dispares, apreciándose un elevado dinamismo de las ventas a China, a Rusia y países asociados, y a los países de la ampliación de la UE, que apunta a una cierta diversificación de las exportaciones españolas hacia mercados de demanda más dinámica, mientras que las destinadas al continente americano han mostrado, en general, avances moderados. El segundo gráfico del panel adjunto muestra cómo ha variado la estructura de las exportaciones de bienes de España, en términos nominales, por áreas geográficas entre los años 2000 y 2006. Se observa que, mientras el peso de las ventas a la zona del euro en el total de las exportaciones de bienes de España se ha reducido en más de 3 pp, la proporción de las destinadas a países o áreas emergentes se ha elevado. Esta diversificación geográfica de las exportaciones debe valorarse positivamente, en especial en un momento de incertidumbre en el contexto internacional como el actual, ya que reduce la exposición a mercados concretos, al tiempo que permite beneficiarse de los mayores crecimientos que presentan las economías emergentes. No obstante, la zona del euro sigue siendo, con diferencia, el principal destino de las exportaciones de bienes españolas, pues representa el 56% del total.

Esta mayor orientación de las exportaciones españolas hacia áreas emergentes ha contribuido a que se frene la pérdida de cuota de

1 EVOLUCIÓN DE LAS CUOTAS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA EN EL MUNDO, EN TÉRMINOS REALES
Tasas de variación interanual sobre una media móvil sin centrar de tres meses



2 CAMBIO EN LA ESTRUCTURA DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS POR ÁREAS GEOGRÁFICAS. Período 2000-2006 (a)



3 EXPORTACIONES DE ESPAÑA POR ÁREAS GEOGRÁFICAS Y PRODUCTOS

	2005	2006	2007 ENE-JUL
EXPORTACIONES TOTALES, en términos reales			
Tasa de variación interanual (%)	0,2	5,6	3,9
APORTACIONES AL CRECIMIENTO (%)			
Por áreas geográficas			
– UEM	-0,8	1,8	2,0
– Resto de la UE	-0,2	0,5	0,1
– Resto del mundo	1,0	3,3	1,8
POR GRUPOS DE PRODUCTOS			
– Bienes de consumo	-0,8	1,9	0,8
– Bienes de equipo	0,6	1,2	-0,1
– Bienes intermedios	0,4	2,6	3,1

FUENTES: FMI y Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Entre paréntesis figura la participación de cada grupo de países en las exportaciones españolas en el año 2006.

mercado de los productos españoles en los mercados externos. En el primer gráfico del panel adjunto se aprecia que, en los últimos trimestres, el ritmo de crecimiento de las exportaciones de bienes de España, en términos reales, se ha aproximado al de las importaciones mundiales, aunque se sitúa todavía por debajo. El deterioro de los indicadores de competitividad-precio de las exportaciones españolas es uno de los factores que explican ese menor dinamismo relativo de las ventas españolas al exterior, si bien en los últimos trimestres la caída de los costes laborales unitarios en las manufacturas sugiere una evolución de la competitividad-precio más favorable en el futuro. Además, no puede olvidarse que la irrupción de los países emergentes en los mercados internacionales ha supuesto que, en general, las economías industrializadas hayan tenido dificultades para mantener sus cuotas de exportación.

El análisis de la evolución de las exportaciones por grupos de productos pone de manifiesto que han sido los bienes intermedios no energéticos los que han tenido una contribución mayor al crecimiento de las exportaciones de bienes, tanto en 2006 como en los meses transcurridos de 2007. El estudio desagregado por países confirma el carácter generalizado del crecimiento de las ventas de este tipo de bienes, pues abarca tanto los principales países de la zona del euro —en particular, Alemania—, como los nuevos países de la ampliación de la UE y China. El dinamismo que está cobrando el comercio de este tipo de bienes es común a otros países y se encuentra relacionado con la fragmentación de las cadenas de producción y la expansión de la producción industrial mundial. Junto con los bienes intermedios no energéticos, los automóviles están sosteniendo las exportaciones de España en los primeros siete meses de 2007, apreciándose cierta diversificación de las ventas de este sector hacia

los nuevos países de la ampliación de la UE y hacia Rusia y sus países asociados. Con todo, las ventas al área del euro y, más en concreto, las destinadas a Francia continúan representando una proporción muy elevada de las exportaciones españolas de automóviles. La especialización de las exportaciones españolas en este sector fue una de las razones que lastró el crecimiento de las ventas al exterior en los primeros años de la presente década, dada la debilidad que mostró entonces el consumo privado de la UEM, mientras que se ha beneficiado de las mejores perspectivas del consumo en esa área en la actualidad. Finalmente, las exportaciones de bienes de equipo son las que están mostrando en los meses transcurridos de 2007 una evolución algo más desfavorable, debido, sobre todo, a la disminución de las ventas de material de transporte.

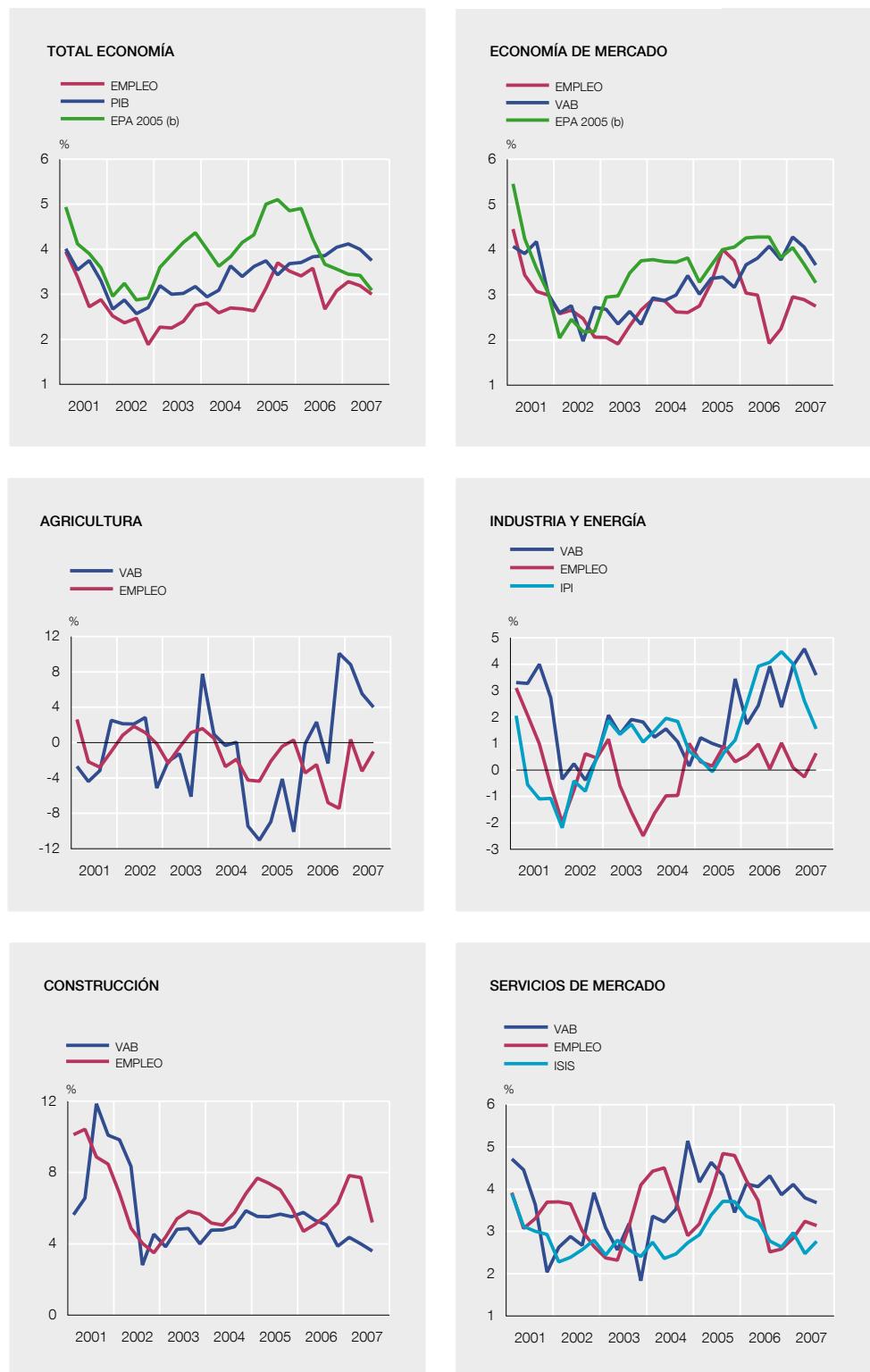
En definitiva, los últimos datos sobre la evolución del comercio exterior de España son compatibles con una consolidación de la recuperación observada en las exportaciones de bienes. La diversificación que se está produciendo en las ventas al exterior hacia los mercados emergentes, además de reducir la vulnerabilidad del sector exterior a la situación económica de determinadas áreas, va a permitir que se beneficien del mayor dinamismo que muestra la demanda en estos países. No obstante, este proceso es necesariamente lento y, a corto y medio plazo, el crecimiento de las exportaciones españolas continuará sustentándose principalmente en el avance de las ventas a la zona del euro, por lo que su evolución en los próximos trimestres estará condicionada por la evolución de los precios relativos de la producción española frente a los de los competidores europeos y por la situación económica en dicha área, que podría verse comprometida si las recientes turbulencias financieras afectaran a la actividad real.

Los *royalties*, por su parte, continuaron retrocediendo por cuarto trimestre consecutivo. Las importaciones reales de servicios turísticos perdieron vigor en el segundo trimestre, en línea con el menor dinamismo que han mostrado otros componentes de la demanda de consumo final.

4.2 Producción y empleo

En el segundo trimestre de 2007 la actividad de la economía de mercado se mostró ligeramente menos dinámica, de forma que su valor añadido bruto se moderó hasta una tasa interanual del 4,1%, 0,2 pp menos que en el trimestre anterior. Esta pérdida de vigor tuvo un carácter generalizado entre sus distintas ramas —agrícola, industrial, de construcción y de servicios de mercado—, con la excepción de la energética (véase gráfico 19). De acuerdo con la información disponible, el valor añadido en el tercer trimestre habría disminuido en torno a 0,3 pp en términos interanuales, también como resultado del menor dinamismo registrado en todas las ramas de la actividad, pero especialmente en los sectores de la construcción y de la energía.

La producción reciente de las ramas agrarias y pesquera ha estado determinada por una meteorología benigna, que favoreció un notable crecimiento durante la primera mitad del año, solo parcialmente truncado por las fuertes inundaciones y tormentas que tuvieron lugar en la



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales y Banco de España.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. EPA en personas. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.

b. Series enlazadas en el Banco de España a partir de la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

segunda quincena del mes de mayo. Así, a pesar de haberse desacelerado en algo más de 3 pp en el segundo trimestre, su ritmo de crecimiento se situó en el 5,5%, superando al resto de actividades productivas.

En el conjunto de las ramas industriales y energéticas, la actividad se aceleró en el segundo trimestre en siete décimas, hasta el 4,6%, impulsada por la rama energética, que compensó la moderación de la producción de manufacturas. En concreto, las ramas industriales perdieron vigor en el segundo trimestre en respuesta al menor empuje del consumo interior y de las otras ramas de actividad (construcción y servicios de mercado), mostrando una tasa interanual del 4,8%, por debajo del notable crecimiento del primer trimestre (5,5%). La información coyuntural disponible para el tercer trimestre apunta al mantenimiento de una pauta de desaceleración de la actividad industrial. El índice de producción industrial (IPI) creció en los meses de julio y agosto en torno a un 0,7% en términos interanuales y corregidos de calendario, lo que contrasta con el crecimiento de casi el 2,5% del segundo trimestre, donde ya venía moderándose su avance. Los indicadores de empleo, como el número de afiliados a la Seguridad Social en la industria, presentaron en el tercer trimestre, aunque de forma tímida, una cierta desaceleración respecto al segundo trimestre del año, mientras que los indicadores de opinión de la Comisión Europea, como la confianza en la industria, o los de los directores de compras presentaron retrocesos en el conjunto del trimestre. En contraposición, las importaciones de bienes intermedios no energéticos, muy relacionados con la actividad industrial, se aceleraron en julio y agosto, mientras que el índice de producción industrial de la UEM, indicador estrechamente relacionado con su equivalente español, también inició el tercer trimestre ganando dinamismo.

La rama de la construcción, que comenzó el año acelerando su actividad, perdió vigor en el segundo trimestre, de forma que su tasa de crecimiento se situó en el 4%, cuatro décimas menos que en el primer trimestre. Tal y como se ha comentado en la sección anterior, esta pérdida de tono reflejó el menor pulso de la edificación, particularmente en el segmento de la inversión residencial, y es previsible que continúe en el tercer trimestre.

El conjunto de la rama de servicios presentó un segundo trimestre menos dinámico, creciendo a un ritmo interanual del 3,9% (dos décimas menos que en el primer trimestre), con un comportamiento diferenciado entre los servicios de mercado y no mercado en el que ha dominado la moderación de los primeros sobre la aceleración de los segundos. En cuanto a la información más reciente, las ventas de las grandes empresas, las afiliaciones a la Seguridad Social, el indicador de confianza del sector elaborado por la Comisión Europea y el índice de actividad comercial de la encuesta de directores de compras apuntan a una ralentización de los servicios de mercado. Aun cuando esta pauta se observa en todos los sectores, cabe destacar la pérdida de tono del sector de transporte y comunicaciones, que, hasta este trimestre, había sido el de mayor dinamismo.

La creación de empleo en el conjunto de la economía en el segundo trimestre de 2007 registró una ligera desaceleración, si bien dentro de un marco de gran dinamismo, con un crecimiento interanual del empleo del 3,2%, una décima menos que en el trimestre precedente. Dada la ralentización también observada en la actividad en ese mismo trimestre, que resultó de similar magnitud, el crecimiento de la productividad aparente del trabajo se mantuvo a lo largo de la primera mitad del año ligeramente por debajo del 1%.

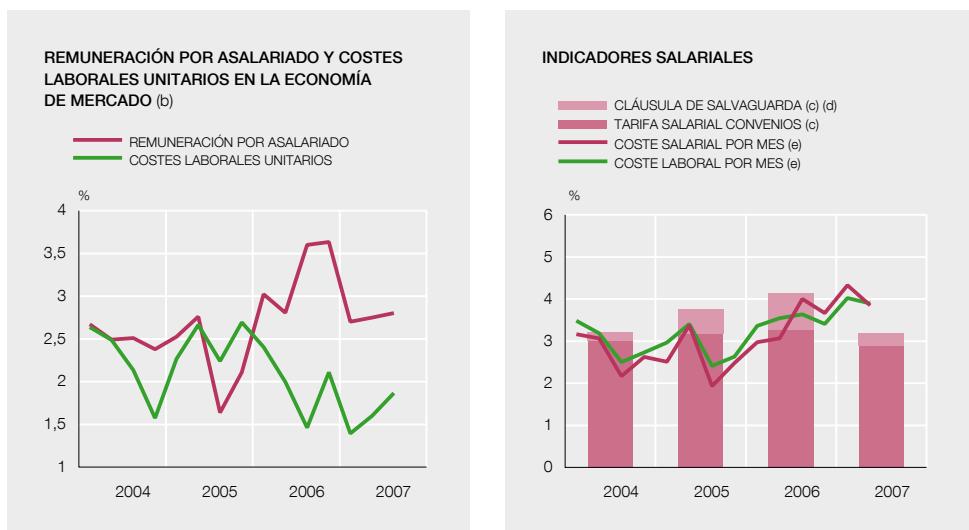
En el tercer trimestre los indicadores han seguido apuntando a una moderación en el crecimiento del empleo. En este sentido, el número de afiliados a la Seguridad Social, calculado con datos medios, se desaceleró tres décimas en el tercer trimestre respecto al pe-

ríodo de abril-junio, hasta situarse en una tasa interanual del 2,9%. De acuerdo con los datos de la EPA referidos al tercer trimestre del año, el empleo creció a una tasa interanual del 3,1%, mostrando también una desaceleración de tres décimas respecto al trimestre anterior.

Por ramas de actividad, el único sector en el que se produjo una clara aceleración en el ritmo de creación de empleo durante la primera mitad del año fue el de los servicios de mercado (con un incremento del 3,2%, frente al 2,8% en el primer trimestre), aunque también cabe destacar que el empleo en la construcción no dio señales de debilidad según las cifras de la CNTR, manteniendo elevados ritmos de creación de empleo, próximos al 8%. Por el contrario, el número de ocupados en la agricultura y en la industria disminuyó en el segundo trimestre en términos interanuales. Los indicadores más recientes del tercer trimestre apuntan a una ralentización del empleo en la economía de mercado, especialmente en la rama de la construcción, como resultado del menor dinamismo de la actividad. Así, durante el tercer trimestre, la desaceleración del empleo mostrada por la EPA se concentró en el sector de la construcción, donde el empleo creció un 4,9%, casi tres puntos porcentuales por debajo del crecimiento registrado tres meses antes. En las ramas de servicios, la ocupación mantuvo un dinamismo elevado (4,2%), similar al del trimestre anterior, destacando el elevado ritmo de creación de empleo que registraron las ramas de mercado (5,1%). Por su parte, el empleo en las ramas agraria e industrial volvió a registrar en el tercer trimestre tasas interanuales negativas (-3% y -0,9%, respectivamente), si bien, en ambos casos, a un ritmo algo menos intenso que el del trimestre pasado. En conjunto, el empleo en la economía de mercado avanzó a una tasa del 3,3% durante el tercer trimestre, mostrando una pauta de desaceleración levemente más acusada que la observada en el total de la economía.

Durante el segundo trimestre el empleo asalariado, según la CNTR, siguió mostrando mayor pujanza que el empleo por cuenta propia, aunque este colectivo durante el tercer trimestre dejó de destruir empleo, presentando un leve registro positivo (0,2%). Frente a esto, los asalariados crecieron en tasa interanual un 2,9%, que se eleva hasta el 3,2% si se computa únicamente la economía de mercado. En la estadística de afiliaciones a la Seguridad Social también se observó un menor avance del empleo autónomo (1% en el tercer trimestre) que del número de trabajadores por cuenta ajena (3,1% en ese período), si bien estos han ido desacelerándose, al tiempo que la tasa de aumento de los afiliados por cuenta propia ha repuntado. Los datos de la EPA del tercer trimestre muestran una cierta desaceleración del empleo asalariado, que creció un 3,1%, 1 pp menos que en el trimestre anterior, mientras que se observó un repunte en los trabajadores por cuenta propia, hasta un crecimiento interanual del 3,3%.

Según la EPA del tercer trimestre, la desaceleración del empleo se trasladó tanto a los trabajadores de nacionalidad española como a los extranjeros, si bien estos últimos mantuvieron, como en los últimos años, un dinamismo muy superior. Por tipo de contrato, durante los meses de verano el empleo indefinido mantuvo la notable expansión de los trimestres anteriores, con un crecimiento interanual del 7,3%. Asimismo, los asalariados con contrato temporal intensificaron la senda de descensos que empezaron a mostrar a principios de año, hasta registrar una caída en su tasa interanual del 4,8%. Como resultado de ello, la ratio de temporalidad se situó en el 31,9% en el tercer trimestre, en 2,7 pp inferior a la observada en el mismo trimestre de 2006, aunque levemente por encima de la correspondiente al segundo trimestre de este año. La información más reciente sobre la evolución de la contratación indefinida en los datos del INEM muestra, por su parte, una pauta de ralentización a lo largo de 2007.



La presencia generalizada de cláusulas de salvaguarda frente a la inflación es una de las características distintivas del sistema español de negociación colectiva. De hecho, este es uno de los elementos básicos de los sucesivos Acuerdos Interconfederados para la Negociación Colectiva (AINC) que han venido suscribiendo, desde el año 2002, los agentes sociales. Estas cláusulas operan de forma que se produce un ajuste retrasado de los salarios a la inflación observada en aquellas situaciones en que esta última supera la previsión tomada como referencia en el convenio.

En el año 2006, según el avance de datos del *Anuario de Estadísticas Laborales*, los convenios que incorporaban este tipo de cláusulas afectaron al 74,4% de los trabajadores, un porcentaje en línea con el de ejercicios anteriores (véanse gráficos 1 y 2). En cuanto al porcentaje de trabajadores para los cuales la cláusula se hizo efectiva, se redujo desde el 58% de 2005 al 46,2% de 2006, debido a que la desviación de la inflación ese año fue inferior a la observada el año precedente. En todo caso, este porcentaje es superior al observado en años recientes, con desviaciones de la inflación similares a 2001 y 2003, en los que alcanzó el 29% y el 35%, respectivamente. Las sucesivas renovaciones del AINC firmadas desde 2002 no han aumentado, por tanto, de manera significativa el porcentaje de convenios con cláusulas de salvaguarda, pero, en cambio, sí parecen estar traduciéndose en una progresiva mayor efectividad de las mismas. Esta mayor efectividad es el resultado de un umbral de inflación a partir del cual se activan estas cláusulas cada vez más cercano al 2%.

En el impacto de las cláusulas sobre los incrementos salariales pueden distinguirse dos efectos. En primer lugar, en la medida en

que las cláusulas pueden interpretarse como un seguro para los trabajadores frente a las desviaciones de inflación, cabe pensar que la presencia de estas podría permitir un incremento salarial pactado ex-ante más reducido. En este sentido, el aumento medio de las tarifas salariales pactadas inicialmente en 2006 fue del 3,2%, que es el resultado de un incremento del 3% en los convenios que incorporaban la cláusula y del 4% para los convenios sin cláusula (véase gráfico 2). Dentro de los convenios que incorporan el mecanismo de revisión por inflación, se aprecia, además, una gran diferencia entre aquellos convenios en que se hace efectivo y en los que no. Así, se observa un incremento salarial pactado ex-ante del 2,7% en los primeros, frente al 3,6% de los segundos. Como en otros años, por tanto, se observa una moderación del incremento salarial en aquellos convenios que incluyen cláusulas de salvaguarda, que es aún mayor cuando los convenios contienen cláusulas que acaban activándose al conocerse la inflación a final de año.

En segundo lugar, en la medida en que se produzca una desviación positiva de la inflación observada en relación con los umbrales de inflación acordados en los convenios, la presencia de cláusulas generará un ajuste al alza de los incrementos salariales. Con carácter general, este segundo efecto ha generado que los convenios con cláusula dieran lugar a incrementos salariales superiores a los convenios que no incluían estas cláusulas (véase gráfico 4). En 2006, sin embargo, la menor desviación de la inflación a final de año —el IPC volvió a superar la referencia oficial (2%), aunque en una cuantía (0,7 pp) sustancialmente inferior a la del año anterior (1,7 pp)— supuso que la revisión de los incrementos salariales de los convenios con cláusula no haya sido de una cuantía suficiente

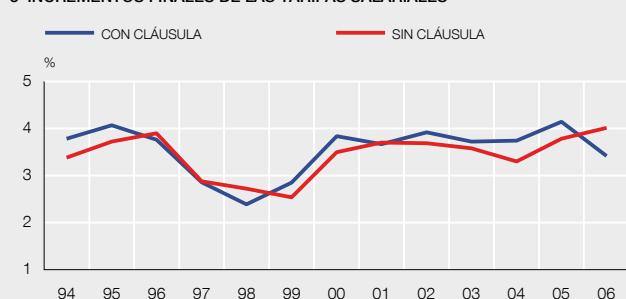
1 PORCENTAJE DE TRABAJADORES CON CLÁUSULA



2 INCREMENTOS INICIALES DE LAS TARIFAS SALARIALES



3 INCREMENTOS FINALES DE LAS TARIFAS SALARIALES



4 INCREMENTOS FINALES DE LAS TARIFAS SALARIALES



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

como para superar el incremento salarial pactado en los convenios sin dicho mecanismo de revisión. Así, los incrementos salariales finales se elevaron hasta el 3,4% en los convenios con cláusula, frente al 4% negociado en los convenios sin cláusula. Si se analiza únicamente el impacto sobre los convenios con mecanismo de revisión efectivo, el efecto de la cláusula se eleva a 0,67, es decir, una traslación prácticamente total de la desviación de la inflación de 2006.

En conjunto, en el año 2006 la presencia de cláusulas de salvaguarda indujo una revisión al alza de 0,3 pp en el incremento de las tarifas salariales pactadas en los convenios colectivos, notablemente inferior a los 0,9 pp de 2005. En términos de la remuneración por asalariado estimada en la Contabilidad Nacional, este menor impacto de las cláusulas de salvaguarda de 2006 contribuirá a un crecimiento salarial más moderado en 2007, cuando se produce el cobro de los atrasos generados. Los datos del primer semestre del año así lo re-

flejan, con un crecimiento medio del 2,7% en la economía de mercado, frente al 3,3% estimado para 2006. Esta moderación salarial se ha visto favorecida, un año más, por la presencia de una deriva salarial negativa relacionada con la elevada creación de empleo y los menores salarios, en promedio, de los nuevos entrantes al mercado laboral.

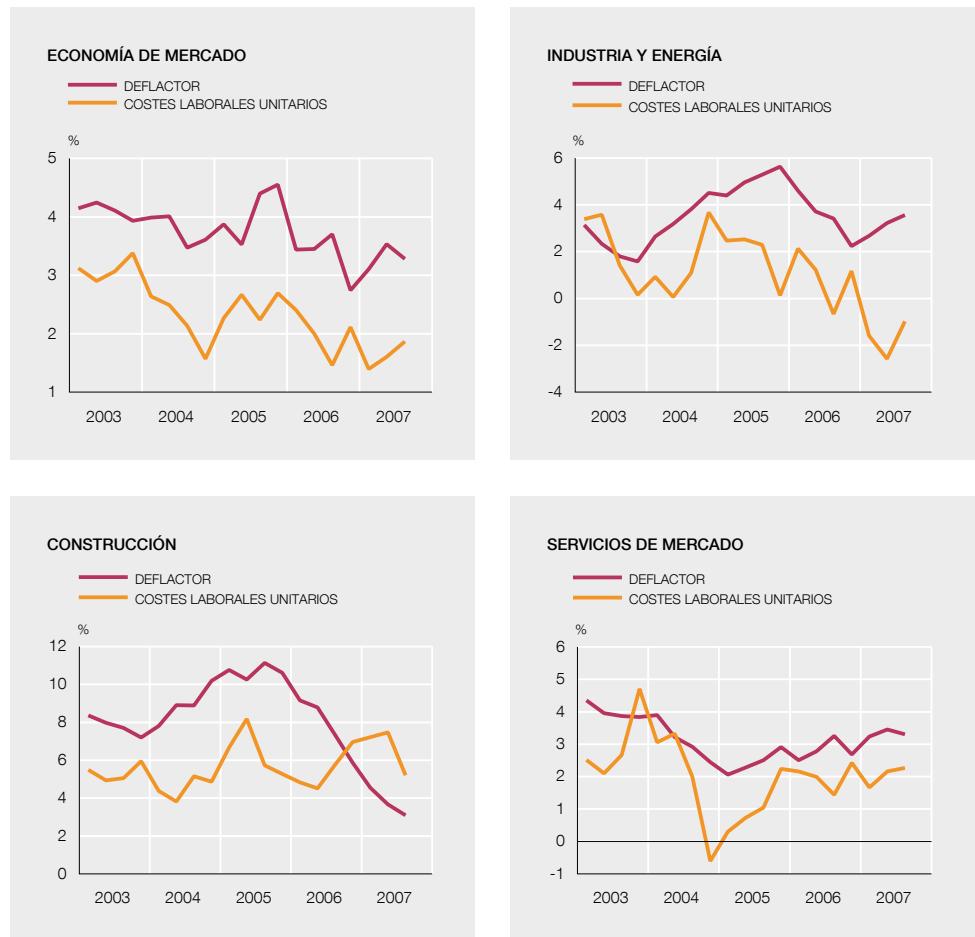
En resumen, la presencia de cláusulas de salvaguarda permite una moderación de los incrementos salariales iniciales, pero supone, con posterioridad, un ajuste automático de los salarios a la inflación pasada que introduce una gran persistencia en los incrementos salariales y en las tasas de inflación. En momentos como el actual, en los que se producen fuertes incrementos de los precios de la energía, la generalización de cláusulas de salvaguarda implica que los salarios incorporarán eventualmente estas subidas de precios, entorpeciendo el necesario ajuste de la economía ante ese tipo de perturbación.

al 3%. La información sobre tarifas salariales pactadas en convenios colectivos recoge una subida media para el año 2007, tanto en convenios de nueva firma como revisados, en torno al 2,9%, lo que representa una revisión a la baja de tres décimas respecto al mismo período del año anterior en el caso de los convenios revisados y de cuatro décimas en los de nueva firma. El impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 se cifra en 0,3 pp, muy inferior al del ejercicio precedente (0,9 pp). La presencia de estas cláusulas sigue siendo importante en el año corriente, afectando a cerca de un 68% de los trabajadores con convenio registrado entre enero y agosto de 2007 (véase recuadro 5).

El mantenimiento de la remuneración por ocupado, en conjunción con una ligera caída de la productividad, podría haber conducido a un pequeño incremento de los costes laborales unitarios (CLU) en el tercer trimestre (véase gráfico 21). Se estima que esta evolución de los CLU no se habría trasladado al deflactor del valor añadido, que, incluso, disminuiría ligeramente su ritmo de avance, con lo que se produciría una cierta reducción de los márgenes de explotación. Estos resultados podrían extrapolarse aproximadamente a la economía de mercado. Cabe destacar que los costes laborales unitarios en la industria seguirían mostrando tasas de variación negativas en el tercer trimestre, de forma que continuaría el proceso de ampliación del excedente bruto de explotación en este sector.

En cuanto al deflactor de la demanda final, se estima que a lo largo del tercer trimestre de 2007 se mantuvo en el 2,6%, como resultado de un comportamiento desigual de sus distintos componentes. El deflactor de las importaciones también permaneció en los mismos registros que el trimestre precedente (0,8%), gracias a las reducidas tasas interanuales de incremento de los precios del petróleo y al abaratamiento de los precios de los productos importados en euros debido a la apreciación de esta moneda. Por su parte, el deflactor del PIB registró una disminución de una décima, hasta el 3,1%, que, de verificarse, sería la tasa más baja observada en los últimos años.

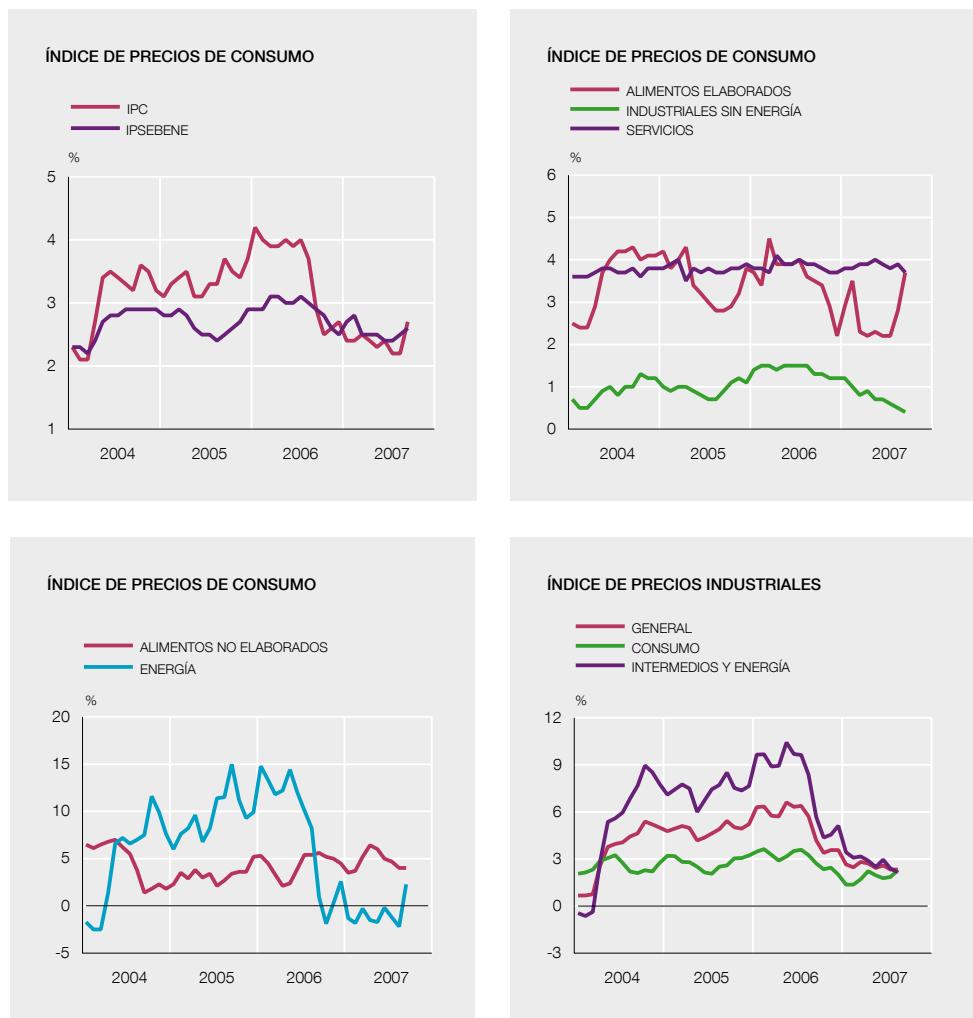
La moderación de los deflactores de la demanda que se ha observado en los últimos trimestres continuaría en el tercero, aunque de forma menos marcada, en especial porque el deflac-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas interanuales calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

tor del consumo privado se estancó en su tasa del segundo trimestre, mientras que se estima que continuó el proceso de ralentización progresiva del deflactor de la construcción. A lo largo del tercer trimestre, el índice de precios de consumo mantuvo su crecimiento interanual en el 2,4%, aunque este es el resultado de una evolución muy diferente de sus componentes. Así, los precios de los alimentos no elaborados y de las manufacturas industriales no energéticas mostraron ritmos de avance inferiores a los del trimestre anterior, en una cuantía de 1,6 pp y 0,3 pp, respectivamente, hasta tasas en el tercer trimestre del 4,2% y 0,5%. En el caso de los bienes industriales, cabe destacar la favorable evolución de los precios de los productos de electrónica e informática, que continuaron registrando caídas en sus tasas interanuales, y de los precios de los automóviles. Por lo que respecta a los precios de los alimentos no elaborados, su desaceleración ha estado motivada, principalmente, por los incrementos más reducidos en los precios de algunas carnes. La inflación de los servicios solo mejoró una décima (hasta el 3,8%), mientras que los precios de los alimentos elaborados repuntaron siete décimas, hasta el 2,9%, a lo que contribuyó el aumento de los precios del pan y de la leche y las menores bajadas en los precios del aceite. El ritmo de caída interanual de los precios de la energía se hizo menos pronunciado como resultado de la evolución del precio del crudo a lo largo del trimestre. En efecto, el precio del petróleo, tras caer en agosto, repuntó en septiembre hasta cerca de los 78 dólares por barril, precio que se ha visto ampliamente superado a lo largo del mes de octubre, donde se ha situado por encima de los 80 dólares. En todo caso, la evolución del tipo de cambio del euro frente al dólar ha contribuido a moderar ese impacto.



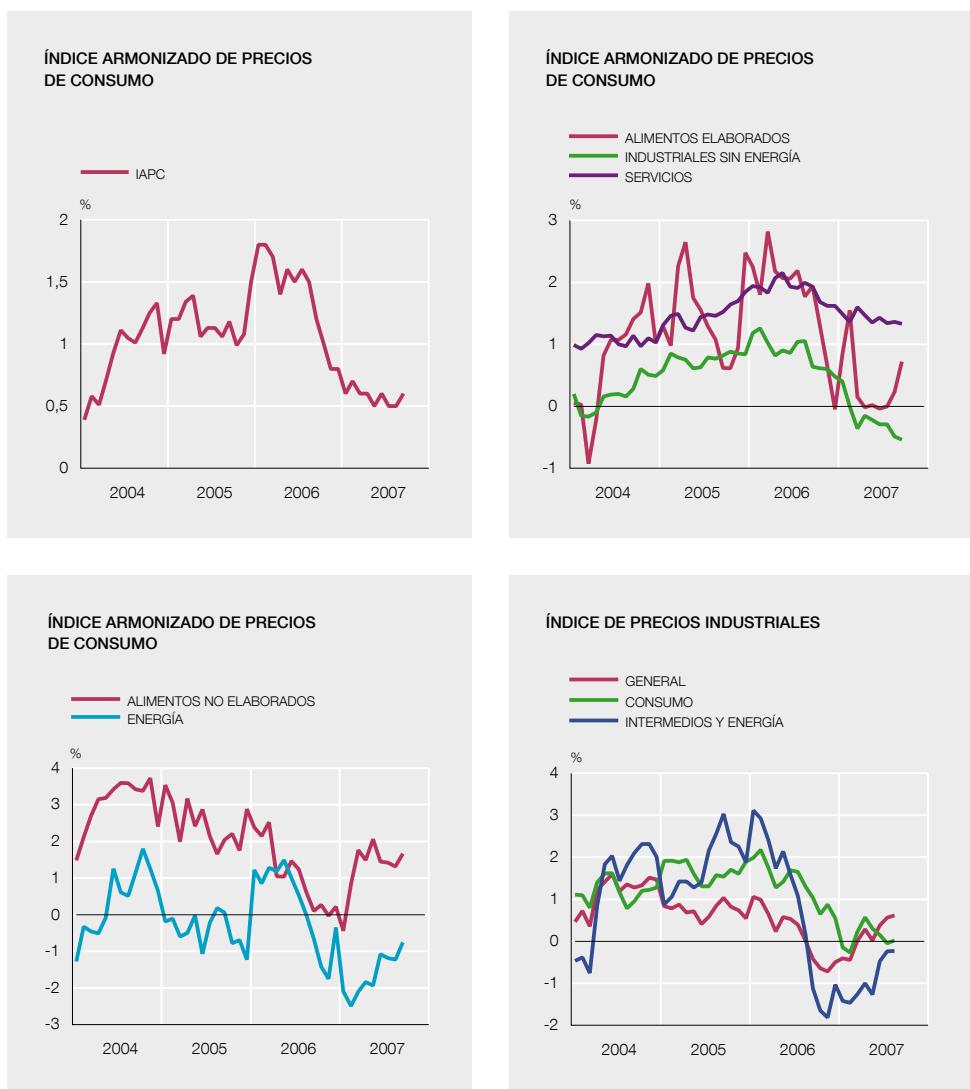
FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

Consecuentemente, el índice general sin energía ni alimentos no elaborados (IPSEBENE) permaneció en el 2,5% (véase gráfico 22).

La inflación en España, medida por el IAPC, permaneció, en el tercer trimestre del año en el 2,4%, mientras que en el conjunto de la UEM se mantuvo en el 1,9%, por lo que el diferencial con la zona del euro permanece en valores mínimos de los últimos tres años, mejorando incluso una décima respecto al trimestre precedente (véase gráfico 23). Por componentes, mientras que en el tercer trimestre mejoró el diferencial de los alimentos no elaborados y el de los servicios, la aceleración de los precios de los alimentos elaborados en España provocó un incremento de tres décimas en el diferencial. Por otra parte, la mayor desaceleración de los precios de la energía en la UEM redujo el diferencial negativo que venía registrándose. Por último, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se ralentizó en España, mientras que se mantuvo en la zona del euro, de forma que los incrementos de precios de ese componente continuaron siendo inferiores en nuestro país.

El índice de precios industriales (IPRI) mantuvo tasas moderadas, en torno al 2,3%, en los meses de julio y agosto, aunque repuntó hasta el 3,4% en septiembre. El incremento en este



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

último mes estuvo marcado por el mayor dinamismo de los precios de producción de los bienes de consumo —especialmente, alimentos— y por el aumento de los precios de la energía, tras presentar durante varios meses tasas interanuales negativas. Por su parte, los precios de producción de los bienes de equipo mantuvieron su ritmo de avance en el período ligeramente por encima del 3%. En el conjunto de la UEM los precios industriales hasta agosto presentaron una evolución algo más favorable, de tal forma que se mantiene un diferencial negativo para España en torno a los 0,6 pp. Finalmente, los precios percibidos por los agricultores iniciaron una trayectoria descendente en el mes de mayo y junio que se mantuvo en los siguientes meses. Los nuevos incrementos en los precios de los cereales se han visto compensados por la disminución en los precios de la mayoría de las carnes.

4.4 La actuación del Estado

El pasado 21 de septiembre el Gobierno aprobó en Consejo de Ministros el Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2008, en el que se fija como objetivo alcanzar un superávit para el conjunto de las AAPP del 1,15% del PIB. Este objetivo no incluye el déficit que permite la Ley de Estabilidad Presupuestaria por inversiones de las Comunidades Autó-

	Liquidación							
	Liquidación 2006	Variación porcentual 2006/2005	Avance de liquidación 2007	Variación porcentual 2007/2006	Liquidación ENE-JUN Variación porcentual 2007/2006	2006 ENE-SEP	2007 ENE-SEP	Variación porcentual 8 = 7/6
					5	6	7	8 = 7/6
	1	2	3	4 = 3/1				
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	141.846	10,1	151.329	6,7	12,7	99.683	111.524	12,7
Impuestos directos	81.130	14,8	87.716	8,1	18,0	54.929	65.957	18,0
<i>IRPF</i>	41.451	15,3	43.000	3,7	15,3	30.780	33.978	15,3
<i>Sociedades</i>	37.207	14,5	41.842	12,5	22,5	22.280	29.372	22,5
Otros (a)	2.472	11,5	2.874	16,3	30,3	1.869	2.606	30,3
Impuestos indirectos	48.328	8,3	49.739	2,9	6,9	36.520	35.950	6,9
<i>IVA</i>	35.424	10,7	35.491	0,2	5,5	27.006	24.940	5,5
<i>Especiales</i>	9.895	1,0	11.015	11,3	14,4	7.251	8.588	14,4
Otros (b)	3.009	7,0	3.233	7,5	4,2	2.264	2.422	4,2
Otros ingresos (c)	12.388	-8,2	13.874	12,0	17,1	8.234	9.617	17,1
2 PAGOS NO FINANCIEROS	130.375	6,2	143.843	10,3	8,0	92.771	101.354	8,0
Personal	22.209	7,4	23.859	7,4	6,6	15.912	16.937	6,6
Compras	3.799	12,1	4.319	13,7	19,3	2.386	2.788	19,3
Intereses	15.619	-12,4	14.607	-6,5	-12,9	13.139	12.182	-12,9
Transferencias corrientes	72.225	11,9	79.560	10,2	9,8	51.490	57.581	9,8
Inversiones reales	9.037	0,7	11.357	25,7	18,3	5.466	6.314	18,3
Transferencias de capital	7.487	2,0	10.141	35,4	25,4	4.377	5.552	25,4
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	11.471	—	7.486	—	—	6.913	10.169	—
PRO MEMORIA: CONTABILIDAD NACIONAL (PDE)								
Recursos no financieros	147.201	13,1	156.377	6,2	12,4	102.898	113.983	12,4
Empleos no financieros	142.422	10,8	154.276	8,3	7,0	92.182	101.126	7,0
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN								
	4.779	—	2.101	—	—	10.716	12.857	—
(en porcentaje del PIB)	0,5	—	0,2	—	—	1,1	1,2	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.

b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

c. Incluye tasas y otros ingresos, transferencias corrientes, ingresos patrimoniales, transferencias de capital y otras operaciones sin clasificar.

nomas (0,25% del PIB), aunque sí el del Estado por este mismo concepto (0,20%) y el de las Corporaciones Locales (0,05%) en dicho año. En este sentido, el Proyecto de PGE confirma las proyecciones que se establecieron en la última Actualización del Programa de Estabilidad y los Objetivos de Estabilidad Presupuestaria aprobados en junio pasado para el período 2008-2010. Por otra parte, los PGE prevén que el saldo de la Contabilidad Nacional (CN) del sector de Administraciones Públicas cierre el año corriente con un superávit del 1,3% del PIB, mejorando ligeramente la previsión inicial. Por subsectores, la Administración Central registrará un superávit del 0,3% del PIB, mientras que tanto las Comunidades Autónomas como las Corporaciones Locales terminarán el año con sendos déficits del 0,05% del PIB. Por lo que respecta a la Seguridad Social, se prevé que obtenga un superávit en sus cuentas del 1,1% del PIB.

Los Presupuestos ofrecen también un Avance de liquidación de los ingresos y gastos del Estado en el ejercicio 2007. Según la metodología de la CN, el Avance de liquidación adelanta un superávit del Estado de 2.101 millones de euros (un 0,2% del PIB), que se eleva a

El Sistema de la Seguridad Social presentó un superávit no financiero de 10.800 millones de euros hasta julio de 2007, superior en un 20,1% al registrado en el mismo período del año precedente, lo que supone una ejecución más favorable que hasta abril. Tanto los ingresos como los pagos no financieros se aceleraron en los últimos meses y situaron su crecimiento en el 9% y 7%, respectivamente.

Los ingresos por cotizaciones sociales experimentaron un incremento del 7,5% hasta julio, igual al registrado hasta abril. El crecimiento del número de afiliados a la Seguridad Social ha mantenido una tónica de desaceleración estos últimos meses, alcanzando una tasa del 2,6% hasta septiembre de 2007, por debajo de la registrada en el conjunto del año anterior, lo que pone de manifiesto una cierta pérdida de dinamismo del mercado de trabajo.

En cuanto al gasto, el destinado a pensiones contributivas registró una suave ralentización, incrementándose un 6,5% hasta julio, frente al 6,7% hasta abril y en marcado contraste con el 8,5% presupuestado para el conjunto del año. El número de pensiones contributivas se ha estabilizado en un ritmo de crecimiento de en torno al 1,3%, inferior al registrado en promedio para el conjunto del año anterior (un 2,3%). Por su parte, el gasto en incapacidad temporal se desaceleró

significativamente, hasta el 3,8%, en julio, situándose muy por debajo de la previsión presupuestaria.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), cuya información no se recoge en el cuadro adjunto, las cotizaciones percibidas se incrementaron un 6,7% hasta mayo, por encima de lo presupuestado, mientras que las bonificaciones de cuotas por fomento del empleo aumentaron un 15,4% hasta el mismo mes, siendo en este caso dicho incremento inferior a la previsión presupuestaria.

Por otra parte, el gasto del SPEE destinado a prestaciones por desempleo creció en agosto un 5,8% en tasa interanual acumulada (inferior al incremento del 7,6% registrado en el conjunto del año 2006 e inferior también al incremento presupuestado del 6,5% para el conjunto del año), mientras que el número de beneficiarios aumentó un 12,1% en el mismo período (frente al 3% de crecimiento medio observado en 2006). Asimismo, el paro registrado, que aumentó hasta agosto un 2,1% en tasa interanual, volvió a acelerarse en septiembre hasta el 2,6%, cifras que contrastan con la caída del 1,1% en promedio para el conjunto del año anterior. Dicha evolución dio lugar a un nuevo aumento de la tasa de cobertura, que se situó en el 71,8% en agosto de 2007, frente al nivel del 66,6% con que terminó 2006.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)

Repartidas las transferencias a Comunidades Autónomas (b)

Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

m€ y %

	Presupuesto			ENE-ABR		Liquidación ENE-JUL		
	2006	2007	% variación	2006	2007	% variación		
	1	2	3 = 2/1	4	5	6	7 = 6/5	
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	97.547	106.142	8,8	8,5	59.652	65.008	9,0	
1.1 Cotizaciones sociales (c)	90.625	97.942	8,1	7,5	55.556	59.738	7,5	
1.2 Transferencias corrientes	5.295	5.963	12,6	13,8	3.177	3.588	13,0	
1.3 Otros (d)	1.628	2.237	37,5	38,6	920	1.682	82,8	
2 PAGOS NO FINANCIEROS	90.562	98.390	8,6	6,4	50.657	54.208	7,0	
2.1 Personal	2.165	2.253	4,1	-2,7	1.242	1.252	0,8	
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.733	1.807	4,2	0,0	986	990	0,4	
2.3 Transferencias corrientes	86.133	93.743	8,8	6,7	48.276	51.551	6,8	
<i>Pensiones contributivas</i>	73.832	80.099	8,5	6,7	41.592	44.301	6,5	
<i>Incapacidad temporal</i>	6.656	7.313	9,9	8,7	3.604	3.741	3,8	
<i>Resto</i>	5.646	6.331	12,1	4,5	3.080	3.509	13,9	
2.4 Otros (e)	530	588	10,8	68,2	152	415	172,7	
3 SALDO NO FINANCIERO	6.986	7.752	11,0	14,8	8.995	10.800	20,1	

FUENTES: Ministerios de Hacienda y de Trabajo y Asuntos Sociales, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social, pues los correspondientes a las otras Administraciones de Seguridad Social no están disponibles hasta julio de 2006.

b. Las transferencias del ISM a las Comunidades Autónomas para financiar la sanidad y los servicios sociales asumidos se han distribuido entre los diferentes capítulos de gasto según los porcentajes resultantes de las Cuentas de las Administraciones Públicas para 1997.

c. Incluye recargos y multas.

d. Excluye recargos y multas.

e. Minorados por la enajenación de inversiones.

7.486 millones de euros en términos de caja y que supera notablemente el superávit previsto en el documento presupuestario inicial, cifrado en 3.620 millones de euros. Esta mejora se produciría como consecuencia de los mayores ingresos en la recaudación impositiva directa y en el agregado de otros ingresos, especialmente en los ingresos patrimoniales.

Por otra parte, se dispone de información sobre la ejecución presupuestaria hasta septiembre. De acuerdo con esta información, las cuentas del Estado registraron un superávit acumulado de 12.857 millones de euros (1,2% del PIB) en términos de la CN, saldo que resulta superior al superávit de 10.716 millones (1,1% del PIB) del mismo período del año 2006 (véase cuadro 3), debido a un crecimiento de los recursos del 10,8%, mientras que los empleos aumentaron un 9,7%. En términos de caja, el superávit fue de 10.169 millones de euros, por encima de los 6.913 millones registrados en el mismo período del año anterior. Los ingresos experimentaron un aumento del 11,9%, en tanto que los pagos se aceleraron hasta el 9,3%. Estos resultados hacen prever un superávit para el conjunto del año superior al previsto en el Avance de liquidación de los Presupuestos.

Para el análisis de los ingresos de caja se cuenta con información sobre la recaudación de las principales figuras impositivas, tanto de la parte que se asigna al Estado, que es la única que recoge el cuadro 3, como de la parte que corresponde a las Comunidades Autónomas de régimen común. Esta información agregada resulta más ilustrativa para evaluar la recaudación impositiva. Las cifras de recaudación total indican que los ingresos tributarios se aceleraron ligeramente durante el tercer trimestre como consecuencia de la evolución de los impuestos directos, mientras que los impuestos indirectos se desaceleraron. Por su parte, los otros ingresos mantuvieron apenas sin cambios las elevadas tasas de crecimiento del primer semestre. Tanto el IRPF (con un 16,4% de aumento hasta septiembre) como el impuesto sobre sociedades (con un incremento del 31,8%) elevaron adicionalmente sus ritmos de recaudación en este trimestre con respecto a la primera parte del año: en el primer caso, sostenidos por las retenciones sobre rentas del trabajo (con crecimientos cercanos al 10%), y en el segundo caso, por el crecimiento de la cuota diferencial (no afectada por la reforma, ya que corresponde a beneficios del año anterior); en ambos impuestos influyeron, asimismo, los crecimientos de las retenciones sobre el capital mobiliario (que crecieron un 42,7%) y las retenciones sobre las ganancias en fondos de inversión (con un crecimiento del 73,3% hasta septiembre). En ambas figuras tributarias, la recaudación debería desacelerarse drásticamente en el último trimestre, lo que resulta improbable, si ha de cumplirse la previsión del Avance de liquidación, que apunta a crecimientos en el conjunto del año 2007 del 6,9% en el IRPF y del 12,5% en el impuesto sobre sociedades. Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA se desaceleró notablemente, hasta registrar un crecimiento del 1,9%, debido, fundamentalmente, al adelanto en la ejecución de las devoluciones. Por ello, se espera que el ritmo de crecimiento de la recaudación por IVA se acelere en los últimos meses, acercándose hacia un crecimiento del 5,5%, según lo previsto en el Avance de liquidación. Los impuestos especiales han venido registrando ritmos sostenidos de aumento a lo largo del ejercicio, en torno al 7%, lo que representa una cierta recuperación con respecto a los débiles aumentos de años anteriores. El Avance de liquidación prevé una cierta desaceleración de su recaudación, hasta un crecimiento del 4,1% en el conjunto del año. Finalmente, las rúbricas agrupadas dentro de los otros ingresos mantuvieron un elevado dinamismo hasta septiembre, debido, sobre todo, a los ingresos patrimoniales y a las transferencias de capital procedentes del FEDER. El Avance de liquidación prevé una cierta desaceleración en la última parte del año, debida, en parte, al capítulo de tasas, para el que se adelanta una tasa de variación negativa en el conjunto del año.

Por lo que respecta a los pagos del Estado, la aceleración ocurrida en el tercer trimestre vino marcada por la de los pagos corrientes, en concreto, por los pagos de intereses y las

		Millones de euros	
		ENERO-JULIO	
		2006	2007
INGRESOS	Cuenta corriente	177.693	197.505
	Mercancías	101.138	108.660
	Servicios	47.043	51.847
	Turismo	22.290	23.041
	Otros servicios	24.753	28.806
	Rentas	21.347	27.482
	Transferencias corrientes	8.166	9.515
	Cuenta de capital	3.370	3.243
	Cuentas corriente + capital	181.063	200.748
PAGOS	Cuenta corriente	227.405	257.587
	Mercancías	145.951	157.160
	Servicios	35.315	39.857
	Turismo	7.026	7.676
	Otros servicios	28.289	32.181
	Rentas	33.712	45.393
	Transferencias corrientes	12.427	15.177
	Cuenta de capital	863	934
	Cuentas corriente + capital	228.268	258.521
SALDOS	Cuenta corriente	-49.711	-60.082
	Mercancías	-44.812	-48.500
	Servicios	11.728	11.991
	Turismo	15.264	15.366
	Otros servicios	-3.536	-3.375
	Rentas	-12.366	-17.911
	Transferencias corrientes	-4.261	-5.661
	Cuenta de capital	2.507	2.309
	Cuentas corriente + capital	-47.204	-57.773

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

transferencias corrientes. Por su parte, los pagos de personal y las compras (estas últimas debido a los fuertes crecimientos del gasto ligados al proceso electoral de la primera parte del año) moderaron su ritmo de crecimiento. Los pagos de capital siguieron registrando aumentos elevados, especialmente en el caso de las transferencias de capital. El Avance de liquidación prevé una ligera aceleración de los pagos totales en la última parte del año, que vendría ligada a los gastos de personal, a los intereses y, sobre todo, a los capítulos de pagos de capital.

4.5 *Balanza de Pagos y Cuenta de Capital*

En los siete primeros meses de 2007 el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 57.773 millones de euros, en un 22,4% superior al contabilizado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 4). El saldo negativo por cuenta corriente se amplió un 20,9% en este período, hasta situarse en 60.082 millones de euros, lo que se explica, fundamentalmente, por la ampliación del déficit corriente en el segundo trimestre. Por su parte, el superávit por operaciones de capital acumuló un descenso del 7,9%, situándose en 2.309 millones de euros. Los saldos de los principales componentes de la cuenta corriente se deterioraron en los siete primeros meses de 2007, con excepción del superávit de servicios, que experimentó una mejora, como resultado del avance del superávit de turismo y de la corrección parcial del déficit del resto de servicios. El déficit comercial siguió aumentando,

aunque a una tasa más moderada (8,2%), mientras que el saldo negativo de la balanza de rentas se incrementó significativamente (45%).

En efecto, la moderada expansión del déficit comercial en el período enero-julio contrasta con la tónica de fuerte deterioro de los últimos ejercicios. Esto se debe a que la factura energética descendió en este período, en consonancia con la tendencia de los precios del crudo en los mercados internacionales y con la apreciación del euro frente al dólar, puesto que el desequilibrio del comercio no energético se amplió a un ritmo superior al de 2006.

En cuanto a la balanza de servicios, el registro acumulado en los siete primeros meses del año arrojó una ligera mejora del superávit en relación con el año anterior, derivada de una modesta recuperación de los ingresos netos turísticos y de una pequeña corrección del déficit del resto de servicios. Los ingresos turísticos nominales aumentaron un 3,4% hasta julio, por debajo del avance medio del año anterior, reflejando la atonía que mostraron en el segundo trimestre del año, si bien, de acuerdo con los indicadores coyunturales disponibles, se habrían recuperado ligeramente durante el período estival. Los pagos turísticos, por su parte, aumentaron un 9,2% en el período de enero-julio, en línea con el incremento medio observado en 2006. Con todo, a pesar del repunte experimentado durante el verano, continúan presentando una senda de ralentización, en consonancia con la evolución que están mostrando sus principales determinantes. En cuanto al resto de servicios, el dinamismo de los ingresos superó al de los pagos, con tasas de crecimiento del 16,4% y 13,8%, respectivamente.

El saldo negativo de la balanza de rentas registró una notable ampliación en el conjunto de los siete primeros meses de 2007, hasta situarse en -17.911 millones de euros, lo que supone un deterioro de 5.545 millones en relación con el nivel observado en idéntico período del ejercicio anterior. Tanto los ingresos como los pagos mostraron un comportamiento muy expansivo en el conjunto de los siete primeros meses de 2007, con tasas de crecimiento interanuales del 28,7% y del 34,7%, respectivamente. Por sectores institucionales, las instituciones financieras y, particularmente, los otros sectores residentes experimentaron una notable ampliación de sus saldos negativos, mientras que las AAPP corrigieron ligeramente su déficit.

El saldo de la balanza de transferencias corrientes acumuló un déficit de 5.661 millones de euros en el período de enero-julio de 2007, superior en 1.400 millones al déficit registrado en el mismo período del año anterior. Los ingresos se incrementaron un 16,5% en tasa interanual, gracias a la favorable evolución que reflejaron los flujos comunitarios en concepto de Fondo Social Europeo, así como a otras transferencias recibidas por el sector privado. Por su parte, el dinamismo de los pagos superó al de los ingresos, lo que reflejó el significativo avance que experimentaron tanto los pagos efectuados por el sector público como los realizados por el resto de sectores residentes, destacando el notable avance que muestran los pagos por remesas de emigrantes (25,4%).

Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó en 2.309 millones de euros en los siete primeros meses de 2007, lo que supuso un descenso del 7,9% respecto al mismo período del año anterior. Este deterioro se explica, fundamentalmente, por el descenso de los ingresos percibidos por las AAPP, principalmente en concepto de condonaciones de deuda y del Fondo de Cohesión. Esta evolución compensó el comportamiento expansivo que experimentaron los fondos estructurales recibidos en concepto de FEDER.

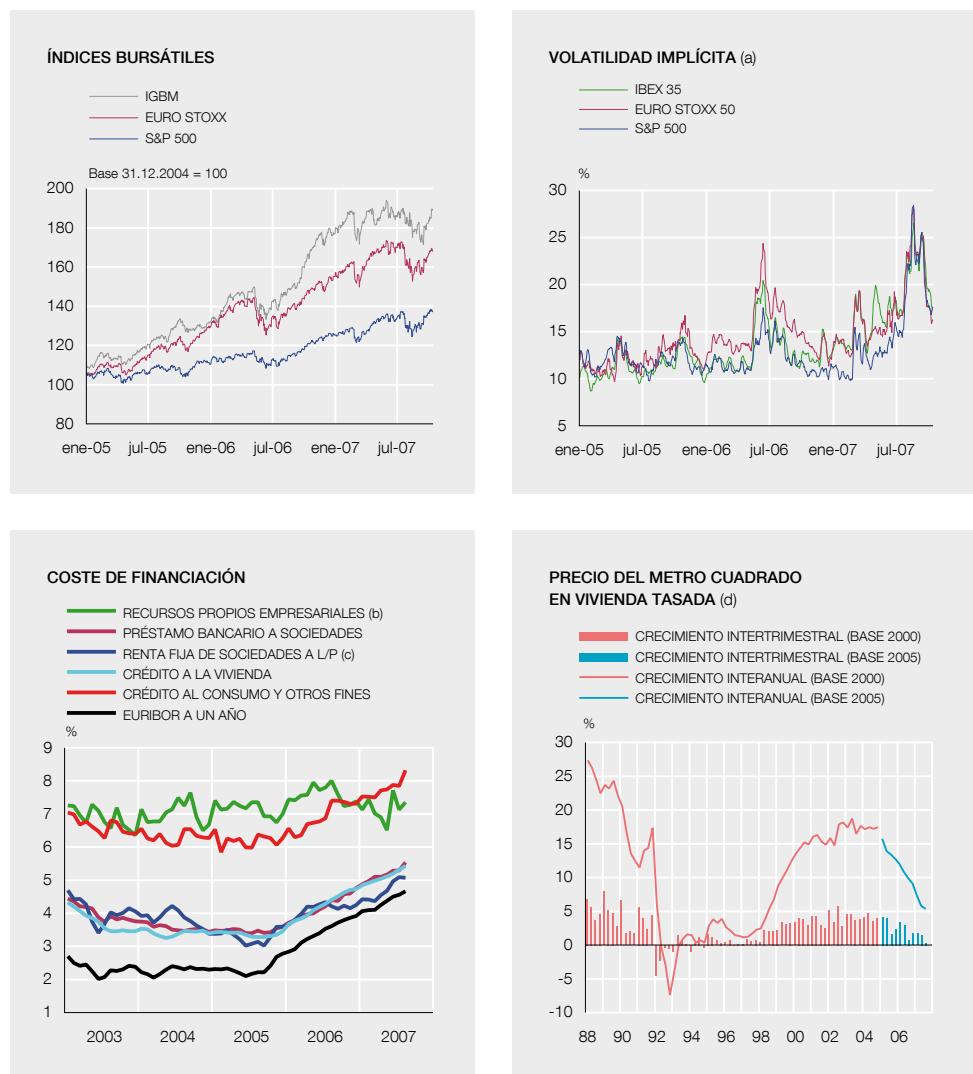
5.1 Rasgos más destacados

La evolución financiera de la economía española durante el tercer trimestre de 2007 ha estado condicionada por el episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales que se ha originado a raíz del incremento en la morosidad de los créditos hipotecarios estadounidenses de alto riesgo. Las mayores necesidades de liquidez, asociadas a las dificultades de refinanciación de algunos vehículos que invertían en activos ligados a estos préstamos, junto con la crisis de confianza, se reflejaron en un repunte de los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios. De este modo, el EURIBOR a un año alcanzó en septiembre un valor promedio del 4,72%, 21 pb por encima del nivel observado en junio.

Las turbulencias afectaron también a otros mercados financieros. Así, en los de crédito se produjo una reevaluación generalizada del riesgo, que llevó a un aumento de las primas, y que fue más acusado para los valores de peor calidad. En todo caso, conviene recordar que los diferenciales crediticios se habían situado en niveles históricamente muy reducidos, por lo que la evolución reciente supone, en cierta medida, un proceso de normalización, aunque este se produjo de forma abrupta. El incremento de la incertidumbre determinó una mayor preferencia de algunos inversores por los activos más seguros, de modo que se redujeron las rentabilidades de la deuda pública. En las bolsas, repuntó la volatilidad de las cotizaciones, al tiempo que se observó un descenso de las valoraciones (véase gráfico 24), que fue más intenso en el caso de los bancos y de las empresas de la construcción. No obstante, después de la actuación de los principales bancos centrales para contrarrestar la escasez de liquidez surgida, algunos de los movimientos anteriores se han revertido total o parcialmente. Así, las rentabilidades de la deuda pública volvieron a aumentar, se redujeron las primas de riesgo crediticio y en las bolsas se elevaron las cotizaciones. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo el Índice General de la Bolsa de Madrid se situaba un 1,7% por encima del nivel de finales de junio y, en el conjunto del año, acumulaba unas ganancias del 7,3%, similares a las alcanzadas durante el mismo período por el Euro Stoxx amplio de las bolsas europeas (7,7%) y por el S&P 500 de las compañías americanas (8,5%). Por el contrario, en los mercados interbancarios los tipos de interés a plazo, aunque han corregido parte del repunte, continuaron en niveles elevados.

En este entorno, durante el tercer trimestre se endurecieron las condiciones de financiación del sector privado. En el caso de los hogares, entre junio y agosto (último mes del que se dispone de información) los tipos de interés de los préstamos bancarios para adquisición de vivienda se elevaron 23 pb y los de los destinados al consumo y otros fines subieron 45 pb. El precio de los fondos proporcionados por la banca a las sociedades se incrementó en 25 pb durante el mismo período y el coste de las emisiones de renta fija lo hizo entre 10 pb (las de largo plazo) y 23 pb (las de corto). Por el contrario, el indicador que aproxima el coste de los recursos propios descendió ligeramente. Por otra parte, de acuerdo con la última Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), realizada en septiembre, las turbulencias financieras habrían contribuido a endurecer los criterios de concesión de créditos, especialmente en el caso de las empresas. Asimismo, las entidades esperaban que la oferta crediticia continúara haciéndose más restrictiva durante los últimos tres meses del año, en parte como consecuencia de las mayores dificultades de obtener fondos en los mercados, que estos intermediarios anticipan.

Según los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Vivienda, la tasa de crecimiento interanual del valor de la vivienda libre tasada se situó, en el tercer trimestre de 2007, en el



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.
- b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
- c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo swap del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
- d. Nueva estadística a partir de 2005.

5,3%, medio punto porcentual por debajo del dato de junio y 4,5 pp menos que el del mismo período del ejercicio anterior. Continúa, pues, el proceso de normalización gradual de los precios en los mercados inmobiliarios.

En este contexto, prosiguió la senda de desaceleración de la deuda del sector privado de los meses precedentes. En el caso de las familias, la tasa interanual de crecimiento del crédito alcanzó en agosto un registro próximo al 16%, algo más de medio punto porcentual menos que en junio. La desagregación por finalidades evidencia que la moderación en la expansión de los pasivos se produjo tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de avance se situaron en el entorno del 17% y el 14%, respectivamente. Los datos provisionales correspondientes a septiembre apuntan a una continuidad de estas mismas tendencias.



FUENTE: Banco de España.

- a. Los datos de la contabilidad nacional sectorial corresponden, a partir de 1999, a la CNE, base 2000. Con anterioridad, se utiliza una estimación coherente con esta base.
- b. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
- c. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
- d. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
- e. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
- f. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
- g. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
- h. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado. Nueva estadística del precio de la vivienda a partir de 2005.

Por su parte, la deuda de las sociedades creció en agosto cerca del 24% en relación con el mismo período del año anterior, algo menos de medio punto porcentual por debajo de la cifra de finales del segundo trimestre. La información provisional correspondiente a septiembre indica que durante dicho mes habría continuado la desaceleración de la financiación empresarial. Los datos más recientes del crédito por finalidades, correspondientes a junio, muestran una ralentización de los fondos destinados a la construcción y los servicios inmobiliarios, aunque estos siguen progresando a una velocidad elevada, que se vio aproximadamente compensada por el mayor dinamismo de los captados por el resto de sectores y, en particular, la industria, cuyos recursos aumentaron un 20% en términos interanuales, frente al 15% de marzo.

A pesar de la desaceleración de los pasivos de las familias, estos siguieron creciendo más que sus rentas, por lo que entre marzo y junio volvieron a aumentar las ratios de endeudamiento y de carga financiera, en este último caso como consecuencia también del curso creciente de los tipos de interés (véase gráfico 25). De acuerdo con los datos provisionales disponibles,

estas mismas tendencias habrían continuado durante el tercer trimestre. No obstante, la recuperación del ahorro bruto, en términos acumulados de doce meses, evitó que se volviera a reducir la capacidad de ahorro del sector, tras descontar las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda. En línea con esta evolución, las necesidades de financiación del sector que arrojan las cuentas financieras no muestran cambios significativos. Por su parte, la riqueza neta de los hogares avanzó a un ritmo similar al de sus ingresos, por lo que, en relación con la renta bruta disponible (RBD), permaneció en torno a los confortables niveles observados durante la primera parte del año.

En el caso de las sociedades, sus ratios agregadas de endeudamiento y de carga financiera también mantuvieron una trayectoria creciente en el segundo trimestre, tendencia que, de acuerdo con los datos provisionales disponibles, habría continuado durante los meses del verano. El ascenso de los gastos financieros frenó el avance de las rentas del sector, lo que se tradujo en un ligero descenso de la rentabilidad del capital. De acuerdo con los datos de las cuentas financieras, las necesidades de financiación del sector siguieron aumentando durante el mismo período, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 10,5% del PIB. Por su parte, la muestra de empresas colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencia una trayectoria similar del endeudamiento y de los pagos por intereses. El efecto de esta evolución sobre los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo se vio, no obstante, compensado por la mejoría de los beneficios, que fue especialmente acusada en el caso del sector industrial, por lo que se mantuvieron en niveles similares a los observados en marzo (véase gráfico 26).

El incremento del déficit de recursos financieros de las sociedades, que no se ha visto completamente compensado por la mejora en el ahorro financiero del resto de los sectores, ha llevado a que, de acuerdo con los últimos datos de las cuentas financieras, referidos al segundo trimestre, las necesidades de financiación de la nación aumentaran hasta situarse en un nivel equivalente al 8,7% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). Los fondos del resto del mundo necesarios para cubrir el exceso de gasto de la economía española en relación con su renta continuaron canalizándose básicamente a través del sistema financiero.

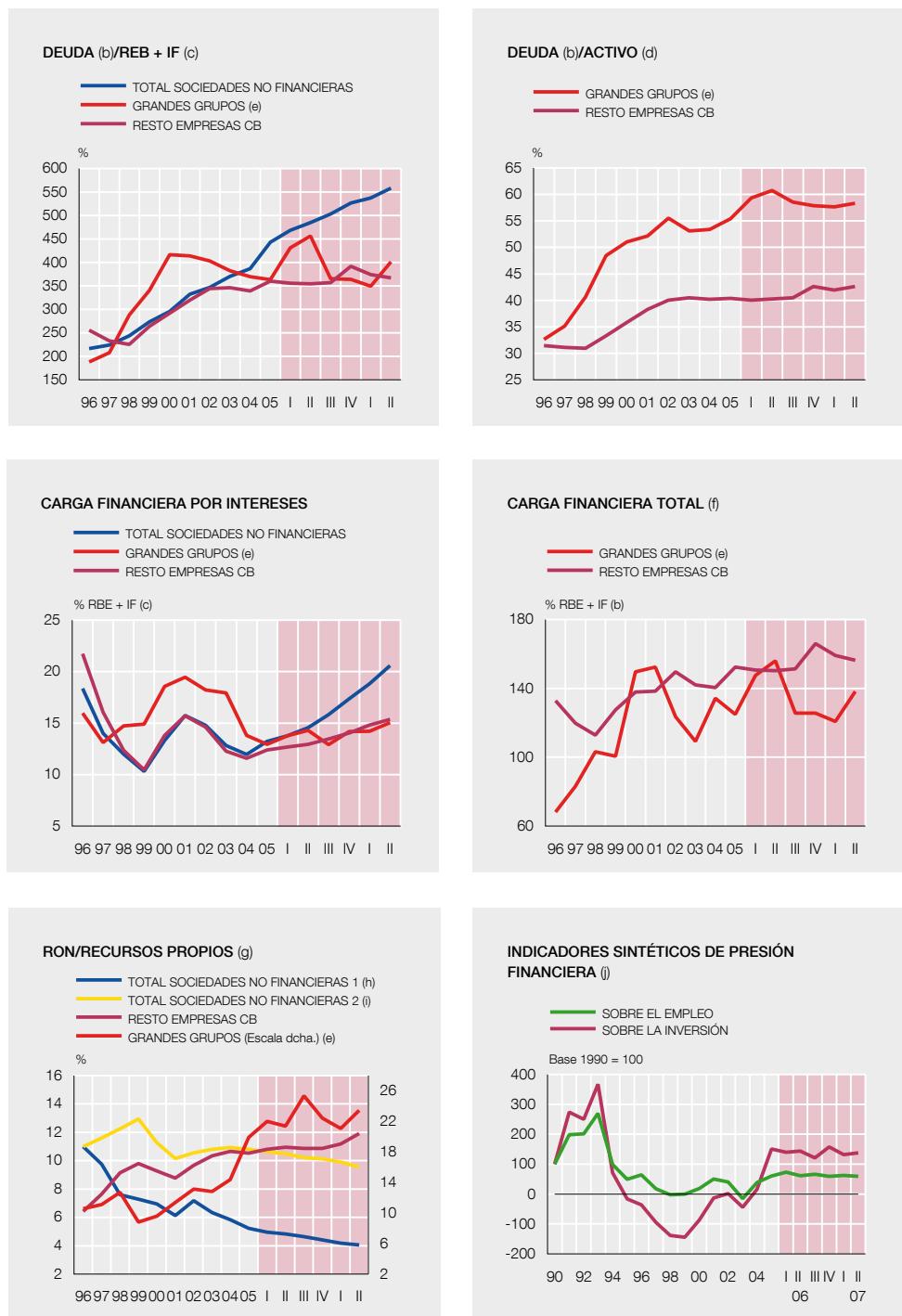
En resumen, la posición patrimonial de los hogares y de las sociedades no ha experimentado cambios significativos durante los últimos meses, lo que, junto con la robustez de las entidades de crédito, constituye un importante elemento de resistencia de nuestra economía frente a las turbulencias recientes en los mercados financieros internacionales. En particular, la favorable situación del sistema financiero español y la alta calidad de los títulos que emite son factores que contribuyen a amortiguar el efecto de estas perturbaciones sobre la disponibilidad y el coste de financiación de las familias y las empresas (véase recuadro 7). No obstante, dadas las elevadas necesidades de capital foráneo en nuestro país, una duración prolongada de este episodio podría terminar incidiendo sobre las condiciones de obtención de fondos de estos agentes.

5.2 *El sector hogares*

Durante el tercer trimestre de 2007 se endurecieron las condiciones de financiación de los hogares. Así, entre junio y agosto, en línea con la evolución de los mercados monetarios, los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda se incrementaron 23 pb, al tiempo que los correspondientes a los préstamos destinados al consumo y otros fines subieron 45 pb (véase gráfico 24). Asimismo, de acuerdo con la última EPB, elaborada en septiembre, las entidades financieras fueron más restrictivas que en los tres meses precedentes en los criterios de concesión en ambos tipos de préstamos y anticipa-

INDICADORES DE POSICIÓN FINANCIERA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (a)

GRÁFICO 26



FUENTE: Banco de España.

- a. Indicadores calculados a partir de la Central de Balances Anual y Trimestral, excepto la serie «Total sociedades no financieras», que se ha obtenido a partir de las Cuentas Nacionales (CNE y CFE). A partir de 1999, las rentas del sector corresponden a la CNE, base 2000. Con anterioridad se utiliza una estimación coherente con esta base.
- b. Recursos ajenos con coste.
- c. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- d. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- e. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- f. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- g. Para el total de las sociedades no financieras $RON = EBE + \text{intereses y dividendos recibidos} - \text{intereses pagados} - \text{consumo de capital fijo}$.
- h. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- i. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- j. Indicadores estimados a partir de la CBA y CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

	% del PIB								
	2002	2003	2004	2005	II TR	2006	IV TR	I TR	II TR
Economía nacional	-2,7	-2,9	-4,8	-6,5	-7,2	-7,8	-8,1	-8,3	-8,7
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-3,3	-3,8	-5,1	-8,2	-9,7	-10,4	-10,6	-11,1	-12,1
<i>Sociedades no financieras</i>	<i>-4,0</i>	<i>-3,9</i>	<i>-4,5</i>	<i>-6,9</i>	<i>-7,5</i>	<i>-8,4</i>	<i>-9,0</i>	<i>-9,4</i>	<i>-10,5</i>
<i>Hogares e ISFLSH</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,3</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,0</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,6</i>
Instituciones financieras	1,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	1,1
Administraciones Públicas	-0,5	-0,2	-0,4	1,0	1,9	2,0	1,8	2,1	2,3
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,5	-8,2	-8,7	-11,1	-14,3	-15,6	-15,9	-13,8	-15,6

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

ban un nuevo endurecimiento en los últimos meses del año, en parte como consecuencia de las dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas.

La evolución de las condiciones de financiación contribuyó a que la deuda de las familias siguiera desacelerándose gradualmente, de modo que la tasa de avance se redujo en torno al medio punto porcentual, hasta situarse en agosto cerca del 16%. Por finalidades, el menor dinamismo de los pasivos se observó tanto en el crédito para la adquisición de vivienda como en los fondos destinados al consumo y otros fines, cuyos ritmos de expansión descendieron hasta alcanzar registros inferiores al 17% y 14%, respectivamente. De acuerdo con las previsiones contenidas en la EPB, las entidades financieras anticipan que en el último trimestre del año continuará la moderación del crecimiento de los préstamos a este sector, como consecuencia de la menor demanda esperada y del endurecimiento que prevén en los criterios de concesión.

Según los datos más recientes de las cuentas financieras, relativos al segundo trimestre de 2007, la adquisición de activos financieros por parte de los hogares mostró cierta ralentización, y supuso, en términos acumulados anuales, el 10,3% del PIB, 1 pp menos que en marzo (véase cuadro 6). En cuanto al desglose por instrumentos, continuó la preferencia por aquellos con un menor perfil de riesgo (efectivo y depósitos). En particular, siguieron avanzando de modo destacado los depósitos a plazo, que se encuentran incluidos en la partida de otros depósitos y valores de renta fija (en relación con el PIB, los flujos incluidos en esta rúbrica alcanzaron el 7,2%). Por el contrario, la suscripción neta de fondos de inversión volvió a ser negativa por un importe del 0,6% del PIB. Por último, las familias siguieron vendiendo acciones en términos netos (0,2% del PIB), al tiempo que se mantuvo el peso del ahorro materializado en reservas técnicas de seguros (1,5% del PIB).

El todavía elevado dinamismo de la financiación llevó a que la ratio de endeudamiento de los hogares continuara creciendo, aunque a un menor ritmo, hasta situarse en junio cerca del 130% de la RBD (véase gráfico 25). Esta evolución, junto con el curso creciente de los tipos de interés durante los últimos meses, determinó un nuevo aumento de la carga financiera asociada, de modo que, en la misma fecha, se encontraba próxima al 17% de la RBD.

Durante los meses de verano, los problemas generados por el creciente número de impagos de hipotecas de mayor riesgo (*subprime*) en Estados Unidos y la incertidumbre con respecto de los tenedores de estos activos y de los valores vinculados a los mismos se han traducido en una reevaluación generalizada de los diferenciales crediticios a nivel global, así como en una menor disponibilidad de inversores e intermediarios a prestar fondos, incluso a las entidades aparentemente solventes (como ha sido el caso, por ejemplo, de Northern Rock en el Reino Unido). Como resultado, un número importante de bancos internacionales ha visto afectada su posición financiera por tres vías: en primer lugar, como consecuencia de las pérdidas asociadas a sus exposiciones directas e indirectas a las hipotecas *subprime* estadounidenses; en segundo lugar, por el mayor recurso a las líneas de crédito que tenían comprometidas con los distintos vehículos (*conduits*, SM)¹; y, finalmente, por las dificultades de obtención de nuevos fondos en los mercados mayoristas, incluido el interbancario. En este contexto, se ha suscitado una importante discusión sobre el posible impacto que este deterioro en el capital y la liquidez de estos intermediarios financieros internacionales pudiera tener sobre las condiciones de financiación del sector privado y sus implicaciones macroeconómicas. El objetivo de este recuadro es precisamente analizar este aspecto en el caso de las entidades de crédito españolas.

1. Estos vehículos invertían en activos vinculados con hipotecas *subprime* estadounidenses con la financiación obtenida mediante la emisión de valores a corto plazo.

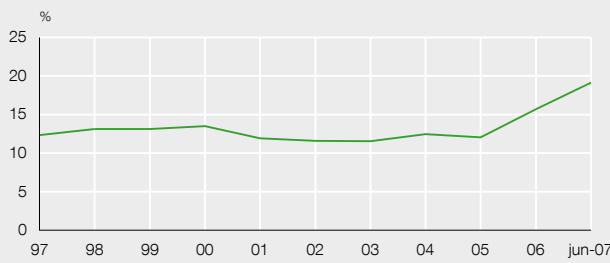
A este respecto, lo primero que hay que señalar es que las dos primeras vías de transmisión de este episodio son esencialmente irrelevantes en nuestro país, puesto que la exposición directa e indirecta de las entidades de crédito españolas al mercado *subprime* estadounidense es absolutamente marginal y no existen compromisos de financiación con vehículos estructurados que inviertan en dichos activos. Por tanto, el análisis hay que centrarlo en el tercer canal (las dificultades para obtener nueva financiación en los mercados mayoristas).

El mantenimiento durante los últimos años de tasas de crecimiento del crédito por encima del incremento de los recursos tradicionales (depósitos de la clientela) obligó a las entidades a recurrir en mayor medida a los mercados. Estas toman fondos regularmente por esta vía, tanto para refinanciar los pasivos que van venciendo como para obtener nuevos recursos con los que incrementar su activo. Ahora bien, tal como se observa en el gráfico 1, el grueso de la financiación mayorista se ha obtenido mediante valores a medio y largo plazo y la titulización, vía esta última que conlleva también prioritariamente la emisión de títulos a esos horizontes (el 95% del saldo vivo). Así, en junio de 2007 el saldo vivo de estas dos últimas modalidades suponía casi el 25% del activo, frente a menos del 10% que alcanzaba la suma de la posición neta deudora (no colateralizada) en el interbancario más los títulos a corto plazo (6% en el interbancario y 3% en pagarés y efectos). Adicionalmente, un 77% del endeudamiento en el mercado interbancario correspondía a la banca extranjera, la cual, además de representar solamente un 7% del crédito total a hogares y sociedades

1 FINANCIACIÓN EN MERCADOS. JUNIO DE 2007 (a)



3 RENTABILIDAD SOBRE RECURSOS PROPIOS (a)

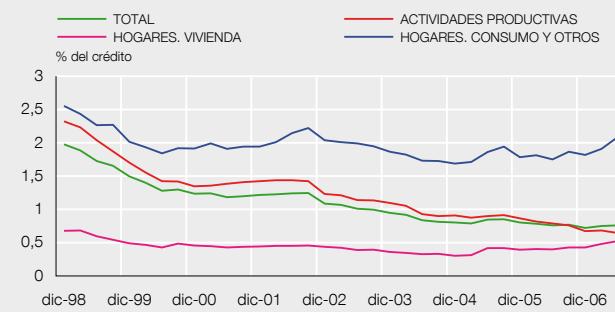


FUENTE: Banco de España.

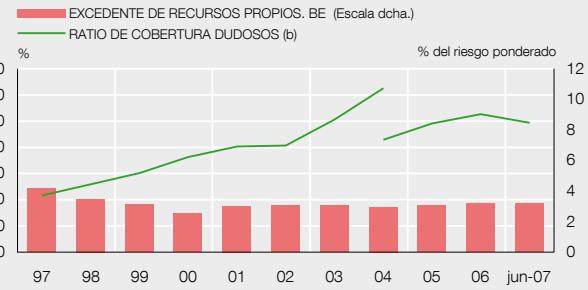
a. Datos individuales, excepto para la solvencia, que se calcula a nivel consolidado.

b. En junio de 2004 se produce un aumento en el volumen de dudosos y un cambio en la ratio de cobertura, debido a la introducción de la Circular contable 4/2004.

2 ACTIVOS DUDOSOS. CRÉDITO A OSR (a) (b)



4 SOLVENCIA Y PROVISIONES (a)



des, cuenta con el respaldo financiero de sus matrices. Por tanto, las necesidades de refinanciación a corto plazo para la banca nacional son relativamente pequeñas, lo que explica que se hayan visto poco afectadas por las tensiones recientes en los mercados monetarios.

En un horizonte de medio y largo plazo, la capacidad de las entidades españolas para seguir incrementando el crédito, por encima de lo que lo hacen los depósitos, vendrá determinada por las condiciones en las que estas puedan financiarse en los mercados de renta fija. La disponibilidad y el coste de estos fondos dependerán fundamentalmente del riesgo para los inversores de los títulos que emitan estas instituciones. En este sentido, cabe destacar la solidez patrimonial del sistema financiero español, caracterizada por una elevada calidad de sus activos, los altos niveles de rentabilidad y solvencia y la amplia cobertura de los créditos dudosos con las provisiones acumuladas durante los años de bonanza (véanse gráficos 2 a 4). La calidad de los activos se encuentra respaldada, además, por la inexistencia en España de un segmento de alto riesgo equiparable al estadounidense. El porcentaje de créditos hipotecarios dudosos, aunque creciente, es notablemente reducido (véase gráfico 2). Parte

de la explicación de este hecho responde seguramente a que las entidades españolas no han utilizado la titulización como una vía para desprenderse de los riesgos de crédito en balance, puesto que en su inmensa mayoría permanecen en él, sino como una fuente alternativa de financiación, circunstancia que ha evitado que se produzca un conflicto de intereses entre la institución que origina el crédito y la que en última instancia asume los riesgos.

Esta favorable posición financiera debería permitir que, una vez se supera la fase más aguda de la crisis, las entidades españolas sigan obteniendo recursos en los mercados internacionales, quizás a un coste algo más elevado que en el pasado, pero dentro de cotas asumibles desde la situación de rentabilidad actual. Por otra parte, conviene tener en cuenta que la brecha entre el crecimiento de los créditos y el de los depósitos ya venía reduciéndose desde antes del verano, como consecuencia del aumento en los tipos de interés del Eurosystema y la consiguiente reducción en la demanda de préstamos, por lo que las necesidades de apelar a los mercados para obtener fondos tienden a moderarse en comparación con los años anteriores. Los posibles riesgos radican, en todo caso, en la posibilidad de que las tensiones actuales no se resuelvan en un plazo razonable de tiempo.

No obstante, la favorable evolución del ahorro bruto, en términos acumulados de doce meses, evitó que continuara reduciéndose la capacidad de ahorro de las familias, una vez descontados los gastos asociados a los pasivos contraídos, aunque esta siguió en registros negativos. En esta misma línea, de acuerdo con las cuentas financieras, las necesidades de financiación de este sector en relación con el PIB se mantuvieron en el segundo trimestre en torno a los mismos niveles de tres meses antes, en términos acumulados anuales. Por último, la información más reciente de la riqueza neta de los hogares, correspondiente a junio, evidencia escasas variaciones en relación con su RBD, de modo que esta ratio permanece en niveles confortables.

5.3 *El sector de sociedades no financieras*

En el caso de las sociedades, durante el tercer trimestre las condiciones de financiación también se hicieron más estrictas (véase gráfico 24). Así, los tipos de interés de los préstamos bancarios hasta un millón de euros se elevaron entre junio y agosto en 16 pb, mientras que los de un importe superior subieron 19 pb. Asimismo, según la EPB, las entidades fueron más exigentes en todas las condiciones aplicadas a las nuevas operaciones en relación con los tres meses precedentes, al tiempo que esperaban, al igual que en el caso de los hogares, un mayor endurecimiento de los criterios de concesión hasta final de año, como consecuencia, en parte, de las dificultades de obtención de fondos en los mercados mayoristas. Por otra parte, el incremento de las primas de riesgo hizo que, a pesar del descenso de las rentabilidades de la deuda pública, aumentara el coste de la emisión de valores de renta fija tanto a corto (23 pb) como a largo plazo (10 pb). Por el contrario, el indicador que aproxima el coste de los recursos propios descendió ligeramente, ya que las menores las valoraciones bursátiles se vieron compensadas por una cierta revisión a la baja en el crecimiento de los beneficios a largo plazo esperado por los analistas.

En este contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación, la deuda de las empresas se desaceleró ligeramente, aunque siguió creciendo a un ritmo elevado, cercano al

% del PIB	2003	2004	2005	2006		2007
				IV TR	I TR	
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	8,6	9,5	10,1	11,7	11,3	10,3
Medios de pago	4,1	3,9	-13,0	3,2	2,2	1,8
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	-0,3	1,2	18,8	5,9	6,8	7,2
Acciones y otras participaciones (b)	0,5	0,3	0,2	-0,9	-0,1	-0,2
Fondos de inversión	2,3	1,5	1,9	0,2	-0,5	-0,6
Reservas técnicas de seguros	1,8	1,8	1,9	1,6	1,6	1,5
<i>De las cuales:</i>						
De vida	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
De jubilación	0,9	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8
Resto	0,1	0,6	0,4	1,7	1,3	0,7
Operaciones financieras (pasivos)	8,5	10,1	11,5	13,3	13,0	11,9
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	9,2	10,8	12,3	13,0	12,5	11,7
Créditos para adquisición de vivienda (c)	7,0	8,7	10,2	9,9	9,3	8,9
Créditos para consumo y otros fines (c)	2,2	2,1	2,2	3,1	3,1	2,7
Resto	-0,7	-0,8	-0,8	0,3	0,6	0,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	12,1	12,3	17,2	22,5	19,4	20,1
Medios de pago	0,9	1,0	2,0	2,2	1,7	1,2
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,2	0,3	1,5	2,4	2,7	4,3
Acciones y otras participaciones	7,4	6,4	7,2	10,3	7,8	8,9
<i>De las cuales:</i>						
Frente al resto del mundo	4,5	3,8	3,9	6,8	4,2	5,6
Resto	2,6	4,7	6,5	7,7	7,3	5,7
Operaciones financieras (pasivos)	16,0	16,8	24,0	31,5	28,8	30,6
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	6,1	8,3	12,9	17,7	17,7	17,9
Préstamos exteriores	2,6	0,7	2,1	3,3	1,2	2,7
Valores de renta fija (d)	-0,2	0,0	0,3	1,8	1,2	0,8
Acciones y otras participaciones	4,9	4,2	3,4	2,1	2,2	3,3
Resto	2,5	3,6	5,4	6,7	6,5	5,9
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	15,8	16,3	21,2	24,2	21,1	20,6
Hogares e ISFLSH	19,1	20,2	20,9	19,6	18,3	16,4
Sociedades no financieras	13,4	13,2	21,4	27,9	23,3	23,9

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones de filiales financieras residentes.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

24%, en términos interanuales, en agosto, algo menos de medio punto porcentual por debajo de la cifra de junio. Por instrumentos, esta evolución resultó sobre todo de la moderación del crédito de las entidades residentes, que es la partida más importante.

En cuanto al desglose por actividad productiva del crédito, los datos más recientes, referidos a junio, muestran una nueva desaceleración de los recursos destinados a los servicios inmobiliarios y a la construcción, que, no obstante, siguen siendo los sectores más expansivos, con unas tasas de variación interanual del 42% y del 24%, respectivamente. Esta moderación fue prácticamente compensada por el incremento en el ritmo de avance de los fondos capta-

dos por el resto de servicios (22%, 2 pp más que en el primer trimestre) y, sobre todo, la industria, cuyos préstamos crecieron un 20% en términos interanuales, frente al 15% observado en marzo, evolución que está en línea con el mayor dinamismo económico de esta rama.

Por su parte, el volumen de las operaciones financieras de activo de las sociedades repuntó, alcanzando, en junio de 2007, un importe superior al 20% del PIB, en términos acumulados de doce meses (0,7 pp más que en el trimestre anterior). Por instrumentos, el grueso de las adquisiciones se dirigió a acciones y otras participaciones, aunque siguió aumentando la importancia relativa de la partida de depósitos y valores de renta fija (véase cuadro 6).

De acuerdo con las cuentas financieras, durante el segundo trimestre los pasivos de las sociedades continuaron avanzando más deprisa que los activos financieros, por lo que siguieron aumentando las necesidades de financiación de este sector, hasta situarse en el 10,5% del PIB en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 5). Esta evolución, junto con el repunte de las adquisiciones financieras en el resto del mundo, hizo que la *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, creciera en mayor medida.

El elevado ritmo de expansión de la financiación ajena de las sociedades durante el segundo trimestre llevó a un nuevo ascenso de la ratio de endeudamiento del sector en relación con los resultados generados (véase gráfico 26). Este desarrollo, junto con el incremento del coste de los fondos, hizo que los pagos por intereses volvieran a crecer². El ascenso de los gastos financieros frenó el avance de las rentas del sector, lo que se tradujo en un ligero descenso de la rentabilidad del capital.

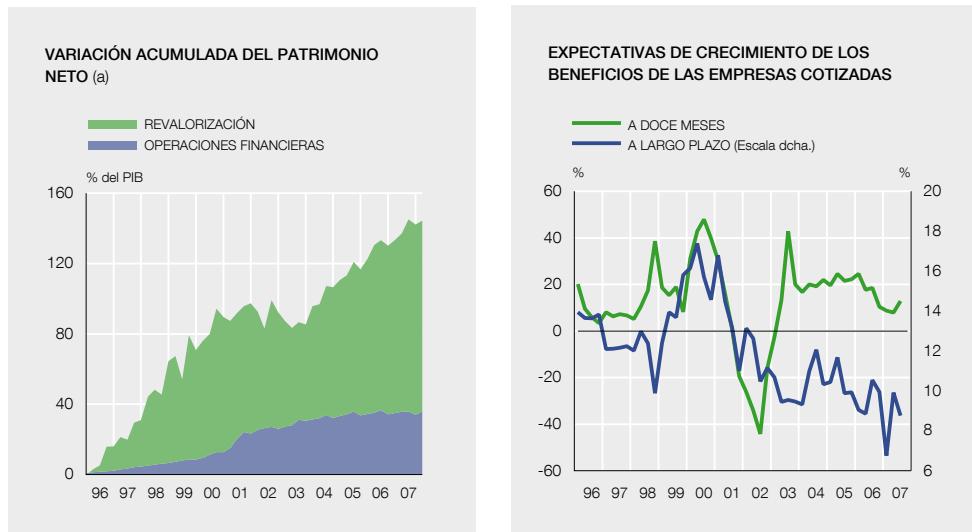
La información más reciente de la muestra de empresas colaboradoras con la CBT, entre las que predominan las sociedades de mayor tamaño, evidencia también un ascenso en las ratios de endeudamiento y de carga financiera durante el segundo trimestre. Sin embargo, el impacto de estos desarrollos sobre los indicadores sintéticos de presión financiera sobre el empleo y la inversión se vio compensado por la mejoría de la rentabilidad de los recursos propios de estas compañías, de modo que estos se mantuvieron en torno a los niveles de marzo. Por ramas de actividad, destaca especialmente la evolución de los beneficios del sector industrial, que se reflejaron en una recuperación notable de su rentabilidad y evitaron que aumentara su ratio de endeudamiento, a pesar del dinamismo de los fondos ajenos.

Por último, durante el tercer trimestre los analistas revisaron al alza sus expectativas de crecimiento de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas durante los próximos doce meses y a la baja las correspondientes a horizontes de largo plazo, si bien en este último caso el ritmo de avance continúa en niveles superiores al 8% (véase gráfico 27).

5.4 Las Administraciones Públicas

La capacidad de financiación de las AAPP se situó en junio, en términos acumulados de doce meses, en el 2,3% del PIB, dos décimas por encima de la registrada en el primer trimestre del año (véase gráfico 28). Por instrumentos, se produjo un aumento del saldo de depósitos netos de crédito, una amortización neta de valores a corto plazo y una emisión neta de títulos a medio y largo plazo. Por otra parte, la disminución de la ratio de endeudamiento determinó que, a pesar de la subida del coste de los fondos, los pagos por intereses en relación con el PIB se mantuvieran en el 1,6%.

2. Se ha revisado la estimación de los pagos por intereses de las sociedades. La nueva serie presenta un nivel inferior, aunque con un perfil similar al anterior.

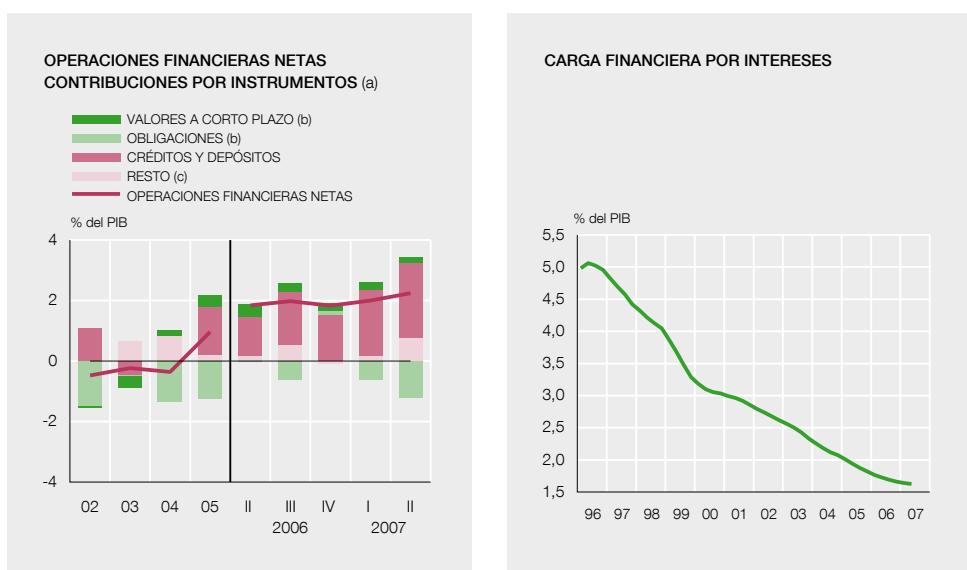


FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

ADMINISTRACIONES PÚBLICAS
Datos acumulados de cuatro trimestres

GRÁFICO 28



FUENTE: Banco de España.

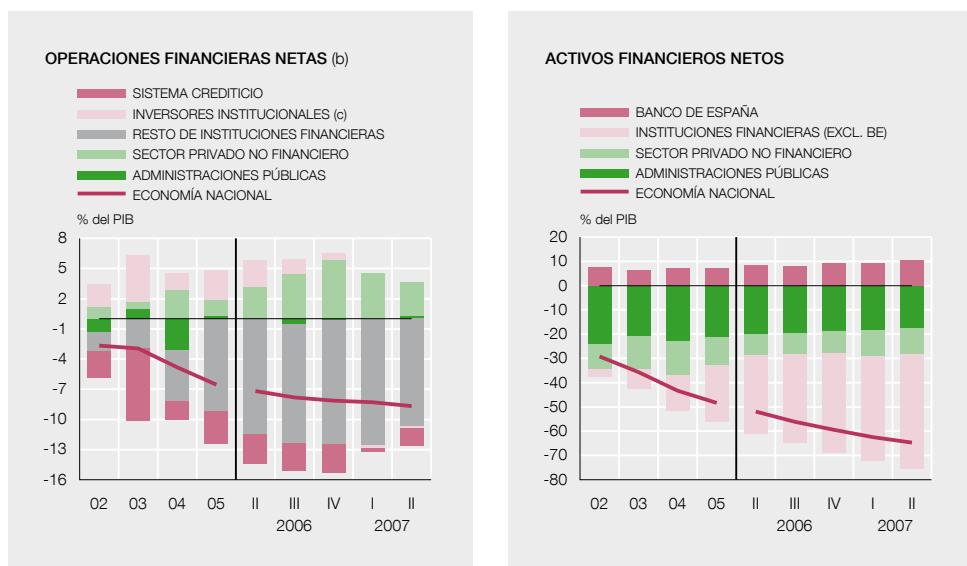
- a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.
 b. Solo recoge operaciones de pasivo.
 c. Incorpora los intereses devengados no pagados de las obligaciones y las inversiones netas por parte de la Seguridad Social en activos emitidos por el resto de las AAPP.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el segundo trimestre de 2007, el saldo deudor de las operaciones financieras de la nación continuó elevándose, hasta situarse, en términos acumulados de doce meses, en el 8,7% del PIB, frente al 8,3% observado en marzo. Por sectores, las sociedades incrementaron sus necesidades de financiación en torno a un punto porcentual del PIB, las de los hogares no mostraron cambios significativos, y tanto las AAPP como las instituciones financieras aumentaron su superávit, aunque no pudieron compensar completamente el mayor déficit de las empresas.

OPERACIONES FINANCIERAS NETAS Y ACTIVOS FINANCIEROS NETOS
FRENTE AL RESTO DEL MUNDO (a)

GRÁFICO 29



FUENTE: Banco de España.

a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

Las instituciones financieras han seguido canalizando el grueso de los fondos procedentes del exterior y, en particular, las distintas de las entidades de crédito (los fondos de titulización y las filiales de empresas financieras y no financieras especializadas en la emisión de valores), aunque, en relación con los trimestres precedentes, se redujo el peso relativo de los recursos obtenidos por estas últimas en favor del sistema crediticio. En conjunto, los nuevos pasivos netos captados por este sector supusieron el 15,2% del PIB, 0,2 pp más que en marzo de 2007 (véase gráfico 29).

Por su parte, las entradas de capital crecieron en el segundo trimestre, situándose en el 25,4% del PIB, en términos acumulados de doce meses (véase cuadro 7). El grueso de estos fondos continuó materializándose en valores distintos de acciones, de modo que estos títulos y, en concreto, los emitidos por las instituciones financieras se mantuvieron como la principal vía por la que se canaliza el ahorro del exterior necesario para cubrir las necesidades de recursos de nuestra economía, si bien la cuantía se redujo con respecto a marzo en 2,1 pp del PIB. Por el contrario, aumentaron las inversiones de los no residentes en préstamos y adquisiciones de acciones y participaciones, evolución esta última que está, en parte, ligada al repunte de la inversión directa del exterior en España. Asimismo, se elevó la financiación captada a través del mercado interbancario, aunque, en términos netos, estos flujos continuaron presentando un signo acreedor.

La adquisición de activos exteriores también creció, y supuso el 16,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, 3 pp más que en marzo. Por instrumentos, se produjeron aumentos tanto en las compras netas de valores de renta fija como de acciones y participaciones. Esta última evolución estuvo ligada a la recuperación de la inversión directa en el resto del mundo, que alcanzó el 5,8% del PIB, 1 pp por encima del trimestre anterior.

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el exterior y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, continuó aumentando el valor de pasivos netos acumu-

% del PIB	2003	2004	2005	2006		2007
				IV TR	I TR	
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-2,9	-4,8	-6,5	-8,1	-8,3	-8,7
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	13,1	13,3	18,4	16,4	13,7	16,7
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	0,7	3,2	2,2	5,5	7,3	6,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,5	0,7	3,1	3,4	6,1	4,7
Valores distintos de acciones	6,5	1,8	8,8	-1,2	-1,0	2,2
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	1,0	6,6	-2,0	-1,5	1,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	3,5	0,3	2,2	0,7	0,5	0,3
Acciones y otras participaciones	4,7	6,8	5,1	9,2	5,9	7,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	4,5	3,8	3,9	6,8	4,2	5,6
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,1	0,8	0,9	1,2	0,2	0,5
Préstamos	0,3	0,8	1,1	2,1	0,9	0,3
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	16,0	18,1	24,9	24,5	22,0	25,4
Depósitos	6,9	1,7	5,6	0,3	0,4	3,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	5,3	5,0	7,2	0,6	0,4	4,1
Valores distintos de acciones	5,3	12,4	15,8	21,3	20,4	18,3
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	-1,0	2,7	0,2	1,3	1,0	0,6
<i>Entidades de crédito</i>	3,5	4,6	6,3	7,7	6,8	7,0
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	2,8	5,1	9,3	12,3	12,6	10,6
Acciones y otras participaciones	1,1	2,7	0,9	-0,7	-0,3	0,4
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	1,3	1,7	1,0	-1,1	-0,2	0,6
Préstamos	2,8	1,3	2,3	3,5	1,4	3,0
Otros neto (c)	-0,9	-0,6	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	3,2	5,8	3,7	7,3	4,8	5,8
Inversión directa del exterior en España	2,9	2,4	2,2	1,6	1,6	2,1

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

lados frente al resto del mundo (véase gráfico 29). Por sectores, este desarrollo fue, fundamentalmente, consecuencia del incremento en el saldo deudor de las instituciones financieras (excluido el Banco de España), que supera el 47% del PIB, agentes que han venido desempeñando un papel central en la canalización del ahorro foráneo hacia nuestra economía.

26.10.2007.

UNA APROXIMACIÓN A LA REGULACIÓN DEL COMERCIO AL POR MENOR
A PARTIR DE INDICADORES SINTÉTICOS

Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos

Este artículo ha sido elaborado por M.^a de los Llanos Matea y Juan S. Mora, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

El comercio minorista es un sector de gran relevancia, no solo por el peso que representa la actividad del sector en el VAB (cerca del 5% en 2005) y en el empleo de la economía de mercado (algo más del 9% en 2006), sino, además, por el papel que desempeñan los canales de distribución en el comportamiento de la productividad y en los procesos de formación de precios. Existe una amplia literatura que ha analizado el impacto de la regulación del sector de distribución al por menor [véanse, por ejemplo, Boylaud y Nicoletti (2001) y Hoffmaister (2006)]. En algunos de estos trabajos se ha optado por elaborar indicadores del grado de regulación del sector que permitan efectuar comparaciones a lo largo del tiempo y entre países, así como ser utilizados para estimar el efecto de la regulación sobre otras variables (precios o márgenes, por ejemplo). Entre estos trabajos destacan los realizados por la OCDE, en los que los indicadores se construyen mediante el uso de técnicas de análisis factorial y se compara la legislación estatal de los distintos países analizados. Por otro lado, a nivel autonómico y para España, cabría citar el índice elaborado por Rodríguez (2001) y el del FMI (2004) a partir del informe del Tribunal de Defensa de la Competencia (2003), actualizado posteriormente por Matea y Ortega (2005), así como el elaborado por el Institut Cerdà (2004).

En línea con los trabajos citados, en este artículo se presenta un indicador de regulación del comercio minorista para la economía española. La elaboración de este indicador se enmarca en un proyecto de investigación más amplio, en el que se pretende analizar el impacto de la regulación del sector sobre distintas variables económicas. El indicador construido presenta las siguientes características. En primer lugar, se elabora para cada comunidad autónoma y para el período 1997-2007¹, ambos inclusive. En segundo lugar, incorpora un conjunto amplio de aspectos regulatorios. Finalmente, las ponderaciones de los distintos aspectos regulatorios en el indicador global se calculan a partir de la utilización de técnicas de análisis factorial.

El artículo se estructura de la siguiente manera. En el apartado segundo se presentan los cambios normativos del comercio minorista en el ámbito autonómico, recogiéndose en un recuadro la regulación estatal en materia de horarios comerciales y segundas licencias comerciales. En el apartado tercero se describen la construcción del indicador y los principales resultados obtenidos. En el último apartado se resumen algunas conclusiones.

La regulación del comercio minorista en las CCAA

La competencia sobre la regulación del comercio interior en España se encuentra transferida a las CCAA, por lo que son estas las encargadas de regular el comercio minorista, si bien la Administración General del Estado tiene la potestad de ordenar la actividad general en dicha materia. Los cambios normativos más importantes que se han producido a nivel estatal en cuanto a horarios y grandes superficies comerciales se recogen en el recuadro 1. En cuanto a la normativa autonómica, a continuación se resumen los aspectos que se consideran más representativos: horarios comerciales, período de rebajas, definición de los establecimientos para los que se requiere una licencia de la comunidad autónoma, moratorias e impuestos específicos para las grandes superficies. Estos aspectos serán también los que se tendrán en cuenta en la elaboración de los indicadores del grado de regulación.

1. La recogida de datos se cerró en agosto de 2007.

La legislación estatal en materia de comercio minorista regula los horarios comerciales. En este aspecto concreto, el Real Decreto Ley 2/1985, de 30 de abril, de medidas económicas, introdujo una liberalización completa. A pesar de ello, algunas CCAA con competencia en materia de comercio interior limitaron el número de horas de apertura. Para solucionar esta situación, el Tribunal Constitucional dispuso que la Administración General del Estado podía dictar normas en cuanto a los horarios comerciales, que serían de obligado cumplimiento por parte de las CCAA, siempre y cuando la finalidad de dichas normas fuera la de ordenar la actividad económica general. A raíz de esta sentencia, la legislación estatal optó por establecer una situación de imposición de mínimos, que suponía de hecho una regulación más estricta que la que había estado vigente. En particular, en el Real Decreto y Ley 22/1993 se estableció que, aunque la competencia en la regulación de los horarios comerciales corresponde a las CCAA, el horario del conjunto de días laborables de la semana sería, como mínimo, de 72 horas, mientras que el número mínimo de domingos y días festivos en los que los establecimientos podrían abrir sería de 8 días al año.

Posteriormente, con el Real Decreto Ley 6/2000 se suavizaron estas limitaciones. Más concretamente, se amplió el horario semanal hasta las 90 horas y se introdujo un calendario para ir ampliando gradualmente la apertura mínima en domingos y festivos, desde los 8 vigen-tes en el año 2000 hasta 12 en el año 2004, a razón de un festivo adicional cada año. Además, se dejó libertad total de apertura para los establecimientos comerciales de menos de 300 m² que no pertene-ncieran a grupos de distribución ni que operasen bajo el mismo nombre comercial que aquellos. Asimismo, se confirmó el carácter

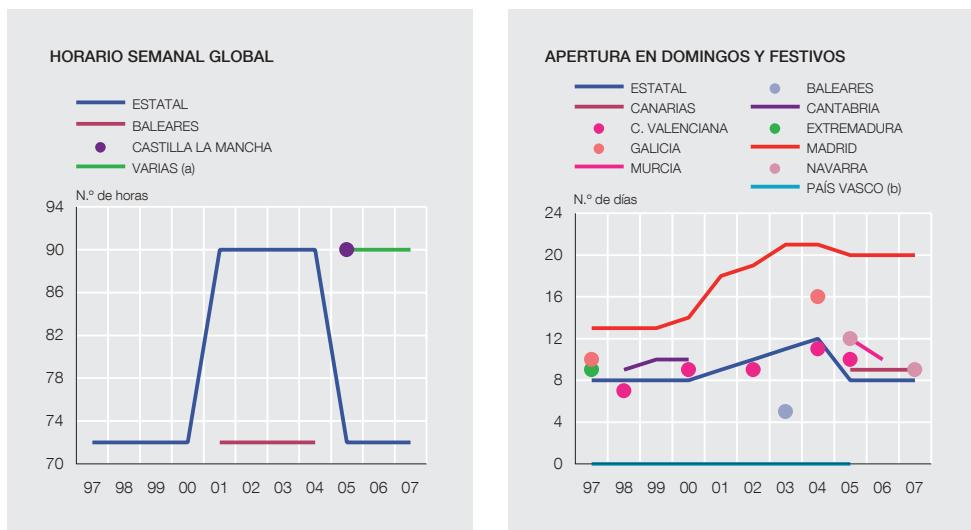
transitorio de la regulación de los horarios comerciales, fijándose el 1 de enero de 2005¹ como el momento a partir del cual se podrían li-beralizar, siempre y cuando el Gobierno así lo acordase con las CCAA. Sin embargo, con la Ley 1/2004, de 21 de diciembre, de horarios comerciales, se volvió a una situación más restrictiva, fiján-dose en 12 el número de domingos y festivos que los establecimien-tos comerciales podían permanecer abiertos al público, si bien las CCAA podían incrementar o reducir este número, pero siempre y cuando no fueran menos de 8², a la vez que se redujo el horario global mínimo semanal del conjunto de días laborales hasta las 72 horas semanales.

En materia estatal, debe mencionarse, finalmente, la Ley 7/1996, de 15 de enero, de ordenación del comercio minorista, que introdujo una serie de exigencias administrativas, entre las que hay que citar la imposición a los grandes establecimientos comerciales (aquellos con al menos 2.500 m²) de una segunda licencia específica para su aper-tura, además de la que deben obtener del ayuntamiento, y cuya con-cesión corresponde a la administración autonómica, y que se justifica por la incidencia que pueden tener sobre el comercio de los munici-pios colindantes³.

1. Aunque en la Ley Orgánica 2/1996 se establecía un período transitorio de regulación de horarios comerciales más corto (finalizaba el 1 de enero de 2001), la oposición mostrada por las CCAA a la libertad de horarios comerciales llevó a que este se ampliara. 2. Los domingos y festivos que elijan las CCAA para la apertura deberán ser atractivos desde el punto de vista comercial. 3. Algunas CCAA ya habían establecido este requisito con anterioridad a 1996. En concre-to, el País Vasco lo hizo en 1983, la Comunidad Valenciana en 1986, Cataluña en 1987, Galicia en 1988, Aragón en 1989 y Canarias en 1994.

En relación con los horarios comerciales, la legislación nacional ha marcado el ritmo al que se han ido produciendo las modificaciones autonómicas. De hecho, la regulación que han adop-tado las CCAA apenas se ha desviado de las condiciones mínimas establecidas a nivel estatal, en particular por lo que se refiere al horario semanal global. Como se puede comprobar en el panel izquierdo del gráfico 1, hasta el año 2004 inclusive, en todas las CCAA el máxi-mo de horas de apertura durante la semana coincidió con el mínimo establecido en la legislación estatal (72 horas semanales hasta el año 2000 y 90 horas entre 2000 y 2005), con las únicas excepciones del País Vasco y Baleares. A partir de 2005, momento en el que entró en vigor una nueva normativa estatal que volvió a situar el horario semanal global mínimo en 72 horas, la mayoría de las CCAA hizo coincidir el horario global máximo con ese nuevo mínimo estatal, con la excepción de cinco CCAA. Las diferencias entre CCAA son algo mayores en lo que se refiere al número de domingos y festivos en los que se permite la apertura de los estableci-mientos comerciales. En el panel derecho del gráfico 1 se resume la información relativa a esta cuestión, en que se representa la normativa estatal y la de las CCAA en los años en los que no ha coincidido con la estatal¹.

1. En el caso del País Vasco, hasta febrero de 2005 no se legisló sobre esta materia, por lo que, en teoría, gozaba de libertad total de apertura, aunque en la práctica no se abría ningún festivo. Esta última es la situación que se representa en el gráfico. Actualmente, su normativa fija en ocho los domingos y festivos en los que los comerciantes de esa comu-nidad autónoma pueden abrir.



FUENTE: Banco de España.

a. Castilla y León, Comunidad Valenciana, Madrid, Navarra y La Rioja.
b. Se ha representado la situación de hecho.

En cuanto a la venta en rebajas, la legislación estatal fija dos períodos anuales, uno a principios de año y otro en torno al período estival de vacaciones, con una duración, cada uno de ellos, de como mínimo una semana y como máximo dos meses. Los comercios tienen libertad para decidir la duración de las rebajas dentro de los límites marcados por la normativa estatal, pero las fechas concretas se fijan por las CCAA. En consecuencia, en esta materia las diferencias entre CCAA radican en la duración de las temporadas dentro de las cuales los comerciantes pueden establecer sus días de venta en rebajas. En relación con esta cuestión, las CCAA se concentran en dos grandes grupos: las que establecen en torno a 155 días de rebajas al año y las que fijan en torno a 105 días². Además, se observa que la legislación de las CCAA en esta materia es relativamente estable en el tiempo.

Por otra parte, la definición de «gran establecimiento comercial» es relevante en tanto que se ha generalizado la práctica de solicitar una segunda licencia (autonómica), además de la licencia municipal, para el establecimiento de comercios que estén comprendidos dentro de esta categoría. La definición relevante a este respecto ha ido variando entre las distintas CCAA y a lo largo del tiempo, aunque, con carácter general, se ha producido un endurecimiento de los criterios aplicados (véase cuadro 1). Mientras que en los años iniciales del período analizado el elemento determinante solía basarse en un cierto número de metros cuadrados, posteriormente empezó a aplicarse más de un criterio y se fueron incorporando establecimientos de dimensiones cada vez más pequeñas dentro de esta categoría. En la actualidad, las superficies mínimas del establecimiento se fijan, en la mayoría de los casos, en función de la población del municipio donde se pretende ubicar la superficie comercial.

2. La temporada de rebajas se mide como el número de días en los que se permite la venta en rebajas, sumando para ello las temporadas de rebajas estival e invernal de cada año. Actualmente, en el primer grupo, con unos 155 días de rebajas al año, se encuentran las CCAA de Cantabria, Castilla-La Mancha, Castilla y León, Galicia, Madrid y País Vasco; las restantes CCAA tienen en torno a 105 días de rebajas al año, con la salvedad de la Comunidad Valenciana, que se sitúa en una posición intermedia, con alrededor de 115 días.

COMUNIDAD AUTÓNOMA	1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio
ANDALUCÍA				2.500	No se aplica							
ARAGÓN				600	Menos de 20.000							
				1.000	20.000-499.999							
				2.000	Más de 500.000							
BALEARES (b)			2.500	No se aplica			300	Menos de 20.000	250	Menos de 3.000		
							500	20.000-200.000	400	3.001-10.000		
							700	Más de 200.000	600	10.001-20.000		
							—	—	800	Más de 20.000		
							—	—	1.300	Palma		
CANARIAS (c)		Para todas las islas										
				750	Menos de 20.000							
				1.000	20.000-199.999							
				1.500	Más de 200.000							
CANTABRIA				2.500	No se aplica							
CASTILLA-LA MANCHA	2.500	No se aplica					2.000	No se aplica				
CASTILLA Y LEÓN					1.000	Hasta 10.000			800	Hasta 10.000		
					1.500	10.001-50.000			1.300	10.001-25.000		
					2.500	Más de 50.000			2.000	25.001-240.000		
					2.500	En capitales de provincia			2.500	Más de 240.000		
CATALUÑA			1.000	Hasta 10.000								
			1.300	10.001-25.000								
			2.500	Más de 25.000								
			—	—								
COMUNIDAD VALENCIANA					600	Menos de 40.000						
					1.000	Más de 40.000						
EXTREMADURA					2.500	No se aplica				750	Menos de 10.000	
										1.500	10.000 - 50.000	
										2.000	Más de 50.000	
GALICIA					500	Menos de 9.000						
					1.000	9.000-50.000						
					2.000	Más de 50.000						
MADRID	2.500	No se aplica							1500	Menos de 10.000		
									2000	10.000-25.000		
									2500	Más de 25.000		
MURCIA (d)	2.500	No se aplica							600	Hasta 5.000		
									900	5.001-15.000		
									1500	15.001-35.000		
									1800	35.001-75.000		
									2500	Más de 75.000		
NAVARRA					1.500	Menos de 12.000						
					2.500	Más de 12.000						
					2.500	Pamplona y comarca						
PAÍS VASCO (e)			2.000	No se aplica					400	5.000		
									800	5.000-10.000		
									1000	10.000-24.999		
									2000	Más de 25.000		
PRINCIPADO DE ASTURIAS (f)					2.500	No se aplica						
LA RIOJA					1.000	Menos de 10.000						
					1.500	10.001-24.999						
					2.500	Más de 25.000						

FUENTE: Banco de España.

- a. Las superficies están referidas a superficie de venta (no a superficie construida).
- b. Entre 2002 y 2007 se define un «gran establecimiento comercial» en función del número de trabajadores (criterio principal). Las superficies presentadas en el cuadro representan el criterio secundario.
- c. Solo se produce diferenciación entre islas a partir de la Ley 10/2003, de 3 de abril.
- d. La primera ley de comercio interior es la Ley 10/1998, de 27 de diciembre.
- e. Entre el 10.11.2000 y el 27.3.2001, el límite se estableció en 400 m², con algunas excepciones, según actividad y otras características.
- f. La Ley 10/1992, de 19 de noviembre, también define como gran establecimiento a los comercios pertenecientes a cadenas con más de 25 establecimientos en la comunidad autónoma o con una superficie total en la comunidad de 10.000 m².

COMUNIDAD AUTÓNOMA	2003		2004		2005		2006		2007	
	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio	Superficie (m ²)	Condiciones según población del municipio
ANDALUCÍA					1.000	Menos de 10.000				
					1.300	10.000-25.000				
					2.500	Más de 25.000				
ARAGÓN					600	Menos de 20.000				
					1.000	20.000-499.999				
					2.000	Más de 500.000				
BALEARES (b)					250	Menos de 3.000				
					400	3.001-10.000				
					600	10.001-20.000				
					800	Más de 20.000				
					1.300	Palma				
CANARIAS (c)					750	Menos de 20.000				
Gran Canaria y Tenerife					1.500	20.000-200.000				
					2.000	Más de 200.000				
El Hierro y La Gomera					500	No se aplica				
Fuerteventura, Lanzarote y La Palma					750	Menos de 20.000				
					1.000	Más de 20.000				
CANTABRIA					2.500	No se aplica				
CASTILLA-LA MANCHA	2.000	No se aplica			750	Hasta 10.000				
					1.000	10.001-25.000				
					2.000	Más de 25.000				
CASTILLA Y LEÓN					1.000	Hasta 10.000				
					1.500	10.001-50.000				
					2.000	Más de 50.000				
CATALUÑA					800	Hasta 10.000				
					1.300	10.001-25.000				
					2.000	25.001-240.000				
					2.500	Más de 240.000				
COMUNIDAD VALENCIANA					600	Menos de 40.000				
					1.000	Más de 40.000				
EXTREMADURA					750	Menos de 10.000				
					1.500	10.000-50.000				
					2.000	Más de 50.000				
GALICIA	500	Menos de 9.000			2.500	No se aplica				
	1.000	9.000-50.000								
	2.000	Más de 50.000								
MADRID					1.500	Menos de 10.000				
					2.000	10.000-25.000				
					2.500	Más de 25.000				
MURCIA (d)					600	Hasta 5.000				
					900	5.001-15.000				
					1.500	15.001-35.000				
					1.800	35.001-75.000				
					2.500	Más de 75.000				
NAVARRA					1.500	Menos de 12.000				
					2.500	Más de 12.000				
					2.500	Pamplona y comarca				
PAÍS VASCO (e)					400	5.000				
					800	5.000-10.000				
					1.000	10.000-24.999				
					2.000	Más de 25.000				
PRINCIPADO DE ASTURIAS (f)					2.500	No se aplica				
LA RIOJA					1.000	Menos de 10.000				
					1.500	10.001-24.999				
					2.500	Más de 25.000				

FUENTE: Banco de España.

- a. Las superficies están referidas a superficie de venta (no a superficie construida).
- b. Entre 2002 y 2007 se define un «gran establecimiento comercial» en función del número de trabajadores (criterio principal). Las superficies presentadas en el cuadro representan el criterio secundario.
- c. Solo se produce diferenciación entre islas a partir de la Ley 10/2003, de 3 de abril.
- d. La primera ley de comercio interior es la Ley 10/1998, de 27 de diciembre.
- e. Entre el 10.11.2000 y el 27.3.2001, el límite se estableció en 400 m², con algunas excepciones, según actividad y otras características.
- f. La Ley 10/1992, de 19 de noviembre, también define como gran establecimiento a los comercios pertenecientes a cadenas con más de 25 establecimientos en la comunidad autónoma o con una superficie total en la comunidad de 10.000 m².

**SEGUNDAS LICENCIAS PARA ESTABLECIMIENTOS DE DESCUENTO DURO
E IMPUESTO ESPECÍFICO Y PERÍODOS DE MORATORIAS PARA GRANDES
ESTABLECIMIENTOS**

CUADRO 2

COMUNIDAD AUTÓNOMA (a)	TIENDAS DE DESCUENTO DURO		GRANDES ESTABLECIMIENTOS
	Exigencia de licencia específica	Impuesto específico	Períodos de moratorias
Andalucía	Desde 29.12.2002	—	Entre 1.1.2002 y 27.6.2003
Aragón	Entre 7.6.2001 y 10.9.2005	Desde 1.1.2006	Entre 6.6.2001 y 10.9.2005 para Zaragoza comarca
Baleares	—	—	Entre 22.1.1997 y 22.1.2002 Nueva moratoria a partir del 21.5.2005
Canarias	Desde 24.4.2003	—	Moratoria «relativa» desde 16.11.1994
Cantabria	Desde 7.3.2002	—	Entre 5.7.2001 y 6.7.2006
Castilla y León	Desde 14.1.2003	—	Entre 13.1.2003 y 31.12.2005
Cataluña	—	Desde 1.1.2001 (b)	Entre 27.3.1997 y 27.9.1997
Extremadura	Desde 17.11.2006	—	—
Madrid	Desde 19.5.1999	—	—
Murcia	Desde 13.3.1999	—	—
Navarra	Desde 17.7.2001	Desde 8.12.2001	Entre 12.4.2003 y 22.4.2004
País Vasco	—	—	Entre 1.1.2001 y 28.3.2001
Principado de Asturias	Desde 21.11.2002	Desde 1.1.2003	Entre 20.12.2003 y 20.12.2005

FUENTE: Banco de España.

a. Las CCAA no presentes en el cuadro no exigen licencia específica para las tiendas de descuento duro ni han aplicado moratorias ni un impuesto específico para grandes establecimientos.

b. Vigencia suspendida por 70 días entre el 24 de abril y el 3 de julio por el Tribunal Constitucional.

Algunas CCAA exigen adicionalmente una licencia comercial específica a los llamados establecimientos de «descuento duro» (véase la primera columna del cuadro 2), cuya definición, algo variable entre CCAA, se relaciona con un número mínimo de productos de «marcas blancas» en venta y con un número mínimo de establecimientos de la misma insignia y metros cuadrados. Respecto a la existencia de impuestos específicos para las grandes superficies, en la actualidad este tipo de impuesto se encuentra vigente en cuatro CCAA —Aragón, Cataluña, Navarra y Principado de Asturias— (véase la segunda columna del cuadro 2). Por último, en cuanto a la denominada «moratoria comercial» o prohibición de establecimiento de gran-

VARIABLE	PESO DE LA VARIABLE EN EL INDICADOR SINTÉTICO
Horario semanal global	0,176
Apertura en festivos	0,174
Período de rebajas	0,154
Impuestos específicos	0,135
Definición de gran establecimiento	0,166
Licencia descuento duro	0,138
Período de moratorias	0,057

FUENTE: Banco de España.

a. Análisis factorial mediante el método de componentes principales y rotando los factores con el método varimax. El País Vasco no está incluido.

des superficies comerciales en el territorio de la CA por un determinado período de tiempo, este tipo de medida se ha aplicado en la mayoría de las CCAA en algún momento, si bien solo permanece en vigor en los dos archipiélagos (véase la última columna del cuadro 2).

***La construcción
del indicador sintético de
regulación***

Como se señaló en la introducción, la construcción del indicador sintético del grado de regulación por CCAA se efectúa mediante el uso de la técnica de análisis factorial, incorporando todos los aspectos regulatorios enumerados en el apartado anterior. Esta construcción se efectúa en tres etapas.

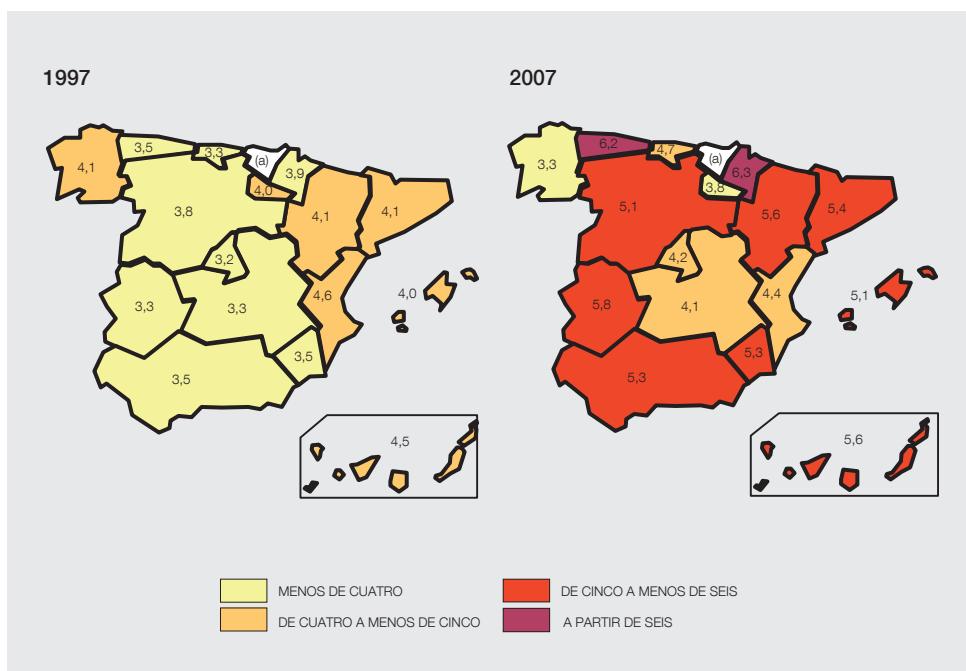
En la primera etapa se transforman los aspectos normativos considerados en una variable numérica. Esto resulta sencillo en el caso de las variables correspondientes a horario semanal global, festivos y período de rebajas, pues se aproximan, en el primer caso, por el número de horas y, en los otros dos, por el número de días en los que está permitida la apertura de los comercios o la venta en rebajas, respectivamente. La construcción de una variable numérica para la definición de «superficie comercial» es, sin embargo, más compleja, dado que, como se ha mencionado con anterioridad, los criterios aplicados por las CCAA difieren notablemente y en la mayoría de ellas se utiliza un criterio múltiple. Se ha optado en este caso por resumir toda la información disponible en una cifra única de metros cuadrados a partir de la cual, en media, es necesario obtener una licencia comercial específica en una comunidad autónoma en un año determinado para abrir una gran superficie. Para agregar los distintos criterios vigentes en cada comunidad autónoma se utiliza el criterio de «población afectada»³.

La exigencia de licencia autonómica para el establecimiento de comercios de «descuento duro» ha sido tratada de forma más simple, mediante un indicador binario, que toma el valor 1 en los años y CCAA en los que se encuentra vigente y 0 en caso contrario⁴. Este mismo procedimiento se ha utilizado para la variable de los impuestos específicos y de moratorias.

3. Más concretamente, se calcula en primer lugar el tanto por ciento de población en cada comunidad autónoma, según el Censo de 2001, que está afectada por cada uno de los límites en cada uno de los años. A continuación se agregan los distintos criterios, ponderándolos por la población. Cuando el criterio no se basa en el tamaño del establecimiento, se utiliza el criterio subsidiario, que sí es siempre función del tamaño del comercio. Así, por ejemplo, de acuerdo con los criterios aplicados, en Aragón esta variable tomaría el valor de 1.341 m², y se obtendría de sumar: el producto de 600 m² por 0,425 (que es la proporción de población que vivía en 2001 en municipios de menos de 20.000 habitantes), el producto de 1.000 m² por 0,064 (proporción de población que vivía en municipios de entre más de 20.000 y menos de medio millón de habitantes) y, por último, el producto de 2.000 m² por 0,511 (proporción de población que vivía en municipios de, como mínimo, medio millón de habitantes). 4. En los casos en los que no ha estado vigente todo el año, el valor que toma se corresponde con el porcentaje, en tanto por uno, de días dentro del año en los que ha estado en vigor.

GRADO DE REGULACIÓN DEL COMERCIO MINORISTA
POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

GRÁFICO 2



FUENTE: Banco de España.

a. El País Vasco no está incluido.

En una segunda etapa, antes de agregar las variables es necesario transformarlas, para que sean comparables. Por este motivo, se expresan en base 10, siendo 10 el máximo nivel de restricción y 0 el mínimo nivel de restricción. Esta escala —que es arbitraria, pero que resulta neutral con respecto a la ordenación de las Comunidades en función de su mayor o menor grado de restricción regulatoria— se ha elegido por su simplicidad.

Finalmente, a partir de estas variables se ha construido un indicador sintético del grado de regulación para cada comunidad autónoma, aplicando la metodología que utiliza la OCDE en la elaboración de indicadores estructurales, con los que trata de aproximar el grado de restricción de las regulaciones en los mercados de productos⁵. Para ello, en la tercera etapa se calculan los pesos de cada variable en el indicador agregado, utilizando el método de análisis factorial⁶. Como se aprecia en el cuadro 3, donde se presentan los resultados de este ejercicio, las variables relacionadas con las licencias autonómicas (variables de descuento duro, de criterio de gran establecimiento y moratorias comerciales) obtienen un peso del 36%, mientras que para las variables de horario semanal global y de apertura en festivos y domingos se estima un peso conjunto del 35%. Por su parte, las variables del período de rebajas y de existencia de impuesto específico alcanzan un peso del 15% y del 14%, respectivamente⁷.

5. Véanse Nicoletti et al. (2000), Boylaud y Nicoletti (2001) y Conway y Nicoletti (2006). 6. La técnica de análisis factorial procede, en primer lugar, a resumir la información contenida en las variables en un número de «factores». En concreto, parte de las correlaciones entre las variables y analiza si estas siguen algún patrón de relaciones, de manera que los datos se puedan reordenar en un conjunto menor de «factores» que sintetice las interrelaciones observadas. El peso de cada variable en el indicador sintético se calcula en función de la varianza que explica de cada uno de los factores y, a su vez, de la contribución de cada factor a la hora de explicar la varianza total de la muestra. En este trabajo, para extraer los factores se ha empleado el método de componentes principales. 7. Se ha optado por no incluir en el indicador al País Vasco, dado que su inclusión empeora las medidas de adecuación del análisis factorial y conlleva un aumento de la varianza de algunas de las variables, que afecta de forma significativa al resultado del resto de las CCAA. En todo caso, si se incluye al País Vasco, el indicador sintético de regulación de esta comunidad autónoma tomaría un valor de 3,86 en 2007.

INDICADOR DE RESTRICCIÓN AL COMERCIO MINORISTA
POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS (a)

GRÁFICO 3



FUENTE: Banco de España.

a. El País Vasco no está incluido.

En el gráfico 2 se representan los valores del indicador sintético así construido en los años 1997 y 2007, respectivamente, asignándole a cada comunidad autónoma un color de menos a más intenso a medida que aumenta el grado de regulación. Como se puede apreciar en dicho gráfico, con carácter relativamente general, el mapa correspondiente a 2007 se ha oscurecido respecto al de 1997, lo que resulta indicativo de que las exigencias administrativas son actualmente mayores de lo que lo eran hace una década. En el gráfico 3 se recoge la evolución seguida en cada comunidad autónoma entre 1997 y 2007, observándose un aumento de la dispersión en el grado de regulación de las CCAA a lo largo del período analizado⁸.

Conclusiones

En el presente artículo se describe la elaboración de un indicador del grado de regulación del comercio minorista a nivel autonómico para el período 1997-2007, que recoge la normativa sobre el horario semanal global, la apertura en domingos y festivos, el período de rebajas, la definición de los establecimientos para los que se requiere una licencia de la comunidad autónoma, la exigencia de licencia autonómica para los establecimientos de descuento duro, las

8. Estos resultados son robustos a modificaciones en el cálculo de las ponderaciones de las variables individuales.

moratorias y los impuestos específicos para las grandes superficies. En la construcción del indicador se han utilizado técnicas de análisis factorial.

La elaboración de un indicador de estas características cuenta con algunas limitaciones, que deben ser tenidas en cuenta a la hora de interpretar los resultados. De un lado, solo se ha contemplado una parte de las exigencias administrativas existentes, no incorporándose, por ejemplo, ni las comunes a todas las CCAA⁹ ni las que imponen las administraciones locales. De otro lado, la construcción de un indicador sintético requiere establecer ponderaciones para cada uno de los aspectos regulatorios considerados. Con este fin, se ha optado por fijar dichas ponderaciones a través de un método puramente estadístico, que tiene la ventaja de no verse afectado por la opinión subjetiva del investigador, pero que, sin embargo, no toma en consideración las posibles diferencias en el impacto potencial de cada uno de los aspectos regulatorios sobre las distintas variables económicas.

Con estas salvedades, se puede concluir que, en general, existe en la actualidad una regulación más restrictiva en el sector del comercio minorista que la que se encontraba en vigor al comienzo del período analizado (1997). Las diferencias por CCAA en el grado de regulación de este sector son también ahora superiores. Se han producido, finalmente, importantes discrepancias en la evolución temporal del grado de regulación entre las CCAA.

16.10.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- BOYLAUD, O., y G. NICOLETTI (2001). «Regulatory Reform in Retail Distribution», en *Regulatory Reform*, OECD Economic Studies, n.º 32.
- CONWAY, P., y G. NICOLETTI (2006). *Product Market Regulation in the Non-manufacturing Sectors of OECD Countries: Measurement and Highlights*, OCDE, Economic Department Working Paper n.º 530, diciembre.
- FMI (2004). *Spain: 2003 Article IV Consultation, Country Report* n.º 04/89, marzo.
- HOFFMAISTER, A. W. (2006). *Barriers to Retail Competition and Prices: Evidence from Spain*, FMI, Working Paper WP/06/231.
- INSTITUT CERDÀ (2004). *Impacto de la regulación comercial en la inflación y en el marco de evolución del comercio*, mimeo.
- MATEA, M. LL., y E. ORTEGA (2005). «Las políticas microeconómicas», en *El análisis de la economía española*, Servicio de Estudios del Banco de España, Alianza Editorial.
- MINISTERIO DE INDUSTRIA, TURISMO Y COMERCIO (2006). «La distribución comercial en España en 2006», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, n.º 2912, del 1 al 10 de junio.
- NICOLETTI, G., S. SCARPETTA y O. BOYLAUD (2000). *Summary Indicators of Product Market Regulation with an Extension to Employment Protection Legislation*, OCDE, Economic Department Working Paper n.º 226, abril.
- RODRÍGUEZ, D. (2001). *Política comercial: actividad legislativa de las CCAA*, Documento de trabajo n.º 8, Serie Políticas Públicas y Equilibrio Territorial en el Estado Autonómico, Barcelona, Instituto de Análisis Económico.
- TRIBUNAL DE DEFENSA DE LA COMPETENCIA (2003). *Informe sobre las condiciones de competencia en el sector de la distribución comercial*, Documento I 100/02.

9. No obstante, dado el fin que se persigue, las regulaciones comunes a todas las CCAA no se han tenido en cuenta, ya que no afectan al distinto grado de regulación por CCAA.

EL PROCESO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Desde comienzos de la presente década está teniendo lugar una progresiva concentración de los mercados de valores, tanto en el ámbito de las plataformas de negociación como en el de los centros de liquidación. Este proceso estuvo inicialmente localizado en Europa, impulsado, en parte, por la introducción del euro y por el compromiso de las autoridades económicas en avanzar hacia un mercado único de servicios de inversión. Pero más recientemente se ha extendido geográficamente, de modo que se han producido varias operaciones transcontinentales, tanto entre bolsas norteamericanas y europeas como entre aquellas y las asiáticas.

En este contexto, en este artículo se analizan la evolución reciente y el estado actual del proceso de integración de los mercados de valores internacionales, y se señalan algunas de sus implicaciones. Más concretamente, en el segundo epígrafe se describen los factores impulsores del mismo, así como los que, en alguna medida, lo dificultan. En el tercero se comentan sus principales características, y en el último se extraen algunas conclusiones.

Motores y obstáculos del proceso de integración

Uno de los motores del proceso de integración de los mercados de valores es la existencia de importantes economías de escala, de alcance y de red en la industria financiera¹. Así, gran parte de las inversiones necesarias para incorporar los nuevos avances tecnológicos constituyen un gasto fijo para los proveedores de servicios financieros, de manera que, cuantas más órdenes se puedan intermediar y liquidar, más reducido será su coste unitario.

En esta línea, el desarrollo de las tecnologías de la información y de las telecomunicaciones se ha convertido en uno de los principales impulsores del proceso de integración. Así, por ejemplo, la desmaterialización de los valores, por la cual estos se transforman en referencias técnicas, facilitó la agrupación de diferentes activos bajo una misma infraestructura (ya sea bolsa o sistema de negociación), propiciando estrategias multiproducto y multiservicio. Por otra parte, la posibilidad de acceder de forma remota a los distintos mercados (esto es, sin necesidad de presencia física) soslayó el problema de los distintos husos horarios², aumentando el número potencial de compradores y vendedores en cada plataforma de negociación. Estos avances generaron también la automatización de la liquidación, compensación y registro de las operaciones, y favorecieron la instauración de los denominados sistemas multilaterales de negociación (SMN³). En Estados Unidos, estos tuvieron un crecimiento rápido, debido a ciertas ventajas respecto de las bolsas tradicionales, como la negociación electrónica, el acceso remoto, la elevada velocidad en la ejecución, el reducido coste o el anonimato de las contrapartidas. Como se comentará en la siguiente sección, algunas de estas plataformas (como Instinet, Brut o Archipelago) fueron adquiridas por las bolsas tradicionales. En Europa, si bien fueron estas últimas las que inicialmente desarrollaron la contratación electrónica, recientemente se han creado nuevos SMN (como Virt-X, Chi-X o MTS).

1. Para un mayor detalle sobre las economías de escala, véanse Economides (1995) y Hassan y Malkamäki (2001); sobre las economías de alcance, consultar Armstrong y Hagel (1996); y sobre las economías de red, véanse Saloner y Shepard (1995) y Domowitz y Steil (1999). **2.** Véase Hassan et al. (2003). **3.** Este concepto tiene una terminología amplia: mientras que en la Directiva MiFID se conocen como «sistemas multilaterales de negociación» (SMN) o *multilateral trading facility* (MTF), en la legislación española actual se les llama «sistemas organizados de negociación» (SON). Por su parte, en la regulación norteamericana se denominan *alternative trading systems* (ATS) o *electronic communication network* (ECN), dependiendo de si utilizan internalización de órdenes o no.

Los cambios en el entorno institucional y regulatorio han contribuido también a impulsar el proceso de integración. En Europa, los principales desarrollos en este sentido fueron la introducción del euro y la asunción del objetivo político de constituir un mercado único de servicios financieros, a partir de una situación caracterizada por una notable fragmentación de los mercados. Así, la Comisión Europea, consciente de la importancia de la integración de los mercados financieros como elemento condicionante del crecimiento del bienestar económico y de la asignación eficiente de recursos, aprobó en mayo de 1999 el Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF), con el objetivo último de crear un mercado financiero único en Europa en 2005. En el ámbito de los mercados de valores, el PASF estableció como meta la eliminación de la fragmentación de los mercados de capitales, desarrollando para ello distintas directivas comunitarias, como la de Servicios de Inversión, la de Adecuación del Capital y, más recientemente, la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros⁴ (MiFID). Esta última, que entrará plenamente en vigor en noviembre de 2007, potenciará la competencia entre los centros de negociación de valores, ya que elimina el principio de concentración de órdenes en algunos mercados regulados europeos, al tiempo que autoriza la participación de los SMN y los sistemas de internalización de órdenes⁵.

En Estados Unidos, la aprobación en junio de 2005 de la regulación NMS (*Regulation of the National Market System*), cuya entrada en vigor se ha producido de forma escalonada entre octubre de 2006 y octubre de 2007, supone también un paso decisivo para fomentar mercados más transparentes y eficientes, favoreciendo la competencia entre los distintos sistemas de cotización y negociación. Los cambios introducidos se concretan en la obligatoriedad que tienen las bolsas de proporcionar el mejor precio para los inversores y de poner a su disposición otros sistemas de cotización privados de precios que les permita escoger la ejecución de órdenes más favorable para ellos. Esta liberalización y mayor apertura a la competencia ha supuesto retos y oportunidades que han sido aprovechados por algunas sociedades gestoras de las bolsas para iniciar o continuar el proceso de concentración.

El proceso de integración de los mercados se ha enfrentado también a algunos obstáculos en su avance, como son las diferencias idiomáticas o en la «cultura financiera» de cada país, los conflictos de interés entre usuarios de las infraestructuras (emisores e inversores) y los propietarios y gestores de las mismas⁶ o el distinto tratamiento fiscal o regulatorio.

En Europa, un área donde la integración ha avanzado a un menor ritmo es el de la postnegociación⁷. Así, mientras que en Estados Unidos existe, desde 1977, un único organismo encargado de la liquidación y compensación de valores («National Securities Clearing Corporation», NCSS), que proporciona servicios a todos los mercados de valores al contado, en Europa la situación de fragmentación sigue siendo muy elevada, como lo ilustra el elevado número de centrales depositarias de valores independientes, que ha pasado de 23 en 1999 a 18 a finales de 2006. En particular, el segundo informe Giovannini⁸ identificó 15 barreras como fuentes de ineficiencias que obstaculizan la consolidación de esta industria.

Características, evolución reciente y situación actual del proceso de integración

El proceso de concentración de los mercados de valores internacionales se caracteriza por una serie de pautas comunes que se observan en la mayoría de los casos. Así, inicialmente las bolsas tradicionales presentaban una estructura mutual o de régimen cooperativo, donde los propietarios (mutualistas/cooperativistas) eran los únicos agentes autorizados a negociar

4. Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE, del Consejo, y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo. 5. Para un análisis más extenso, véase García Santos (2007). 6. Véanse Schmiedel y Schönenberger (2005) y Cruickshank (2001). 7. Un estudio detallado se puede encontrar en Schmiedel y Schönenberger (2005). 8. Véase The Giovannini Group (2003).

Fecha 1.ª cotización	Sociedad gestora de la bolsa	Volumen ofertado (m€)	País
17.11.2006	New York Mercantile Exchange (NYMEX)	300,2	Estados Unidos
14.7.2006	Bolsas y Mercados Españoles (BME)	779,3	España
6.3.2006	New York Stock Exchange (NYSE)	8.320,5	Estados Unidos
16.11.2005	Intercontinental Exchange (ICE)	300,6	Estados Unidos
19.10.2005	Chicago Board of Trade (CBOT)	144,6	Estados Unidos
18.3.2005	Bursa Malaysia	16,9	Malasia
9.3.2005	International Securities Exchange (ISE)	134,9	Estados Unidos
9.2.2005	Nasdaq	121,6	Estados Unidos
5.12.2002	Chicago Mercantile Exchange (CME)	166,4	Estados Unidos
12.11.2002	TSX Group	247,9	Canadá
19.7.2001	London Stock Exchange (LSE)	N.D.	Reino Unido
5.7.2001	Euronext	28,9	Panuropea
5.2.2001	Deutsche Boerse (DB)	930,0	Alemania
23.11.2000	Singapore Stock Exchange (SGX)	244,2	Singapur
27.6.2000	Hong Kong Exchanges & Clearing (HKEx)	14,4	Hong Kong
23.2.1987	OM AG Group	N.D.	Suecia

FUENTES: Memorias de las bolsas y Goldman Sachs.

en ellas. La actividad bursátil suponía un monopolio de facto, o bien actuaba como una franquicia de otro negocio principal (compensación y liquidación). Posteriormente⁹, se inició una fase de desmutualización de la estructura organizativa y las bolsas pasaron a convertirse en sociedades anónimas mercantiles (sociedades gestoras), en las que los antiguos mutualistas/miembros pasaron a ser accionistas. La privatización modificó las prioridades de los órganos de gobierno, que comenzaron a instrumentar políticas dirigidas a la generación de ingresos y a rentabilizar sus recursos propios.

Más adelante, en un buen número de casos, los nuevos accionistas de las sociedades gestoras solicitaron la admisión a negociación de sus acciones en sus propios mercados, previa a la colocación privada u oferta pública de venta (OPV) de una parte de estos títulos. De este modo, se deslindaba definitivamente la vinculación entre miembro y propietario de la bolsa. Este cambio estratégico perseguía un doble objetivo: por un lado, distribuir el accionariado entre un abanico más amplio de inversores para disponer de nuevas fuentes de financiación; y, por otro lado, propiciar una valoración de mercado de sus recursos propios ante la eventualidad de posibles operaciones de concentración futuras¹⁰. El cuadro 1 muestra la cronología de las salidas a bolsa de las principales sociedades gestoras durante los últimos años.

Tras la privatización de las bolsas, comenzaron a surgir operaciones de fusión o acuerdos de interconexión que se han intensificado en los dos últimos años (véase cuadro 2). En algunos casos, estos procesos fueron liderados por la principal bolsa del país y consistieron en la consolidación en una única sociedad de todas las plataformas de negociación y de los sistemas postcontratación de la propia plaza, de modo que todos los procedimientos de la cadena de valor de una orden pasaron a realizarse bajo el paraguas de una misma sociedad gestora.

9. De alguna manera, el episodio de 1998 de compra de la Bolsa de Estocolmo por una empresa privada (OM) que gestionaba el mercado de derivados supuso el primer cambio estratégico en la propiedad de los mercados de valores (si bien la desmutualización de la Bolsa de Estocolmo fue en 1993). 10. Actualmente, en varias bolsas asiáticas y del Pacífico persisten problemas regulatorios que impiden que esta privatización tenga lugar. Además, en algunos mercados ya privatizados las autoridades económicas respectivas impiden aumentar la participación accionarial más allá de un cierto porcentaje (por ejemplo, un 5% en las bolsas de Hong Kong y Singapur y un 15% en la bolsa australiana).

Fecha de anuncio	Sociedad adquirida		Sociedad compradora		Valor operación (m€)
	Nombre	País	Nombre	País	
Oct-07	Boston Stock Exchange	Estados Unidos	Nasdaq	Estados Unidos	61,0
Sep-07	OMX (b)	Suecia	Nasdaq/Bolsa de Dubai	EEUU/EAU	2.878,4
Sep-07	LSE	Reino Unido	Bolsa de Dubai	Emiratos Árabes Unidos	2.518,6
Jul-07	CBOT Holdings	Estados Unidos	CME Holdings	Estados Unidos	8.275,3
Jun-07	Borsa Italiana	Italia	London Stock Exchange	Reino Unido	1.639,5
May-07	OMX (b)	Suecia	Nasdaq	Estados Unidos	2.738,4
Abr-07	International Securities Exchange	Estados Unidos	Eurex	Alemania/Suiza	2.071,6
Sep-06	New York Board of Trade	Estados Unidos	Intercontinental Exchange	Estados Unidos	837,9
Jun-06	Euronext	Pan Europa	NYSE Group	Estados Unidos	8.046,8
Mar-06	SFE	Australia	Australian Stock Exchange	Australia	1.416,9
Abr-05	INET	Estados Unidos	Nasdaq	Estados Unidos	1.451,5
Abr-05	Archipelago	Estados Unidos	New York Stock Exchange	Estados Unidos	1.122,3
May-04	Brut, LLC	Estados Unidos	Nasdaq	Estados Unidos	158,4
Mar-02	Clearstream	Alemania	Deutsche Boerse	Alemania	1.390,0
Oct-01	Liffe	Reino Unido	Euronext	Pan Europa	879,5
Abr-01	International Petroleum Exchange	Reino Unido	Intercontinental Exchange	Estados Unidos	210,1

FUENTES: Memorias de las bolsas y Goldman Sachs.

- a. Aquellas que han tenido un proceso de integración relevante.
 b. Operaciones vinculadas pendientes de materializar.

Un ejemplo de este modelo, conocido como integración vertical (o silo), es el alemán. Así, bajo el liderazgo de la Deutsche Boerse, se creó, en enero de 2000, Clearstream International, depositario central internacional de valores que resultó de la fusión de Cedel International y Deutsche Boerse Clearing, que era la compañía que realizaba estas funciones en el mercado de acciones al contado en ese país. La integración operativa de Clearstream se completó definitivamente en julio de 2002, de modo que a partir de ese momento las actividades de cotización y de negociación, así como de liquidación, registro y custodia se realizan exclusivamente dentro del ámbito de la Deutsche Boerse. En Grecia, Australia y España se ha seguido un enfoque parecido.

Un modelo alternativo es la integración horizontal, que consiste en la consolidación en dos sociedades distintas e independientes de los mercados de negociación, por un lado, y de las infraestructuras de liquidación y compensación, por otro. El paradigma de esta modalidad es la creación de Euronext NV, que en septiembre de 2000 integró en un primer momento las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas, para más adelante incorporar los mercados de Lisboa y el mercado de derivados LIFFE, junto con la cámara de compensación Lch. Clearnet. En paralelo, como sociedad independiente se constituyó Euroclear Group, que es el producto de la fusión jurídica, aunque todavía no operativa, de las infraestructuras de compensación y liquidación de París (Sicovam), Bruselas (CIK), Ámsterdam (Necigef), Lisboa (Siteme) y, más recientemente, Reino Unido e Irlanda (Crest). Más adelante, han ido surgiendo modelos mixtos de concentración, que combinan elementos de las dos aproximaciones.

En el cuadro 3 se resume la situación actual de los principales procesos de integración de los mercados de valores, y en el cuadro 4 se muestra, para cada bolsa, la especialización por tipos de instrumentos negociados, así como algunas cifras sobre la negociación de acciones al contado y el tamaño de sus sociedades gestoras en términos de su capitalización bursátil. Como puede apreciarse, se ha configurado un nuevo panorama con la presencia de algunos grandes jugadores, como NYSE Euronext, que es la compañía *holding* creada en abril de

PAÍS	MERCADO	SOCIEDADES DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN
	NYSE EURONEXT	
Bélgica	Bolsa de valores de Bélgica, BELFOX (derivados)	
Francia	Bolsa de París, MOEP (derivados), MATIF (derivados), Nouveau Marché	
Holanda	Bolsa de Ámsterdam	
Portugal	Bolsa de Lisboa, Bolsa de Oporto, Mercado de derivados de Oporto	
Reino Unido	LIFFE (derivados)	LCH.Clearnet
EEUU	Bolsa de Nueva York (NYSE)	NCSS
	DEUTSCHE BOERSE	
Alemania	Bolsa de Fráncfort (a)	Clearstream
Alemania/Suiza	Eurex (b)	Eurex Clearing
EEUU	International Securities Exchange (ISE derivados)	OCC
	LSE BORSA ITALIANA	
Italia	Bolsa italiana SpA	Monte Titoli SpA
Reino Unido	Bolsa de Londres (LSE)	Euroclear UK&Ireland
	BME	
España	Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, Senaf-Aiaf, MEFF RF (derivados renta fija), MEFF RV (derivados renta variable)	Iberclear
	NASDAQ	
EEUU	Bolsa Nasdaq, Inet, Boston Stock Exchange	NCSS
	OMX	
Finlandia	Mercados integrados HEX	NCSD (APK)
Suecia	Bolsa Estocolmo	NCSD (VPC)
Dinamarca	Bolsa Copenhague	VP
Estonia	Bolsa de Tallín	ECDS
Letonia	Bolsa de Riga	LCD
Lituania	Bolsa de Vilna	CSDL
Islandia	Bolsa de Islandia	ISD
	CME GROUP	
EEUU	CME Holdings (derivados), CBOT Holdings (derivados)	CME Clearing House
	ICE	
Reino Unido	IPE	LCH. Clearnet
EEUU	CCX, NYBOT	CCX Clearing & Settlement, ICE Clear US
	NYMEX	
EEUU	COMEX, National Metal Exchange, Rubber Exchange of New York, National Raw Silk Exchange y New York Hide Exchange	NYMEX Clearinghouse
	TSX	
Canadá	Bolsa de Toronto, Bolsa Alberta (derivados gas NGX)	NSCC, NGX
	HKEx	
Hong Kong	Stock Exchange of Hong Kong, Hong Kong Futures Exchange	HKSCC
	ASX	
Australia	Australian Stock Exchange, Sydney Futures Exchange	ACH, SFEC
	SGX	
Singapur	Stock Exchange of Singapore, Singapore International Monetary Exchange	SGX

FUENTES: Banco de España.

a. La Deutsche Boerse AG solo tiene como filial a la Bolsa de Fráncfort, aunque mantiene una integración operativa a través del mercado continuo XETRA con el resto de las siete bolsas regionales. Deutsche Boerse AG, Berliner Boerse, Bremen Boerse, Boerse Düsseldorf, Boerse Hamburg Hanseatic, Boerse Lower Saxony (Hanover), Bayerische Boerse AG, Boerse Stuttgart AG.

b. La Deutsche Boerse y la Bolsa de Suiza tienen cada uno un 50% de Eurex.

Bolsa	Derivados				Capitalización de sociedades gestoras (mm €) (a)	Volumen de contratación de acciones al contado. Agosto de 2007 (mm €) (b)	
	Contado acciones	Opciones acciones	Futuros				
			Acciones	Renta Fija	Tipo de cambio	Materias primas	
CME Group						24,61	--
Deutsche Boerse-ISE						20,96	2.900,14
NYSE-Euronext						16,12	23.481,25
Hong Kong Exchanges & Clearing						24,46	1.107,06
NYMEX						8,85	—
Intercontinental Exchange (ICE)						8,08	—
ASX Group						6,03	901,55
Singapore Stock Exchange						8,39	235,15
LSE Borsa Italiana						6,91	9.420,78
Bolsas y Mercados Españoles						3,71	2.058,25
OMX Group						3,73	1.305,67
Nasdaq						3,39	10.254,04
TSX Group						2,35	1.123,65
Bursa Malaysia						1,41	115,49

FUENTES: Memorias de las bolsas, World Federation of Exchanges, Datastream y Goldman Sachs.

a. Datos correspondientes al 9 de octubre de 2007.

b. Acumulado de 12 meses.

2007 tras la fusión de la Bolsa de Nueva York (NYSE Group, Inc.) con la paneuropea Euronext (Euronext NV). A su vez, la NYSE Group, que es una filial al 100% de NYSE Euronext, opera ofreciendo la contrapartida obtenida simultáneamente de dos sistemas paralelos, como son la bolsa tradicional New York Stock Exchange LLC (NYSE) y la plataforma de negociación electrónica Archipelago (NYSE Arca, Inc.). Por su parte, Euronext NV aglutina las bolsas de cuatro países (Bélgica, Francia, Holanda y Portugal), el mercado de derivados LIFFE de Londres y la cámara de compensación Lch. Clearnet, que es el resultado de la integración de la británica London Clearing House y la francesa Clearnet.

Además, en enero de 2007 NYSE Group adquirió el 5% de la Bolsa Nacional India, con perspectivas de alcanzar hasta un 26%, máximo que permite la regulación de inversiones extranjeras en ese país, y llegó a un acuerdo de colaboración con la Bolsa de Tokio para desarrollar conjuntamente productos financieros, admisión a negociación conjunta, servicios de tecnologías de la información e intercambios accionariales, cuando la legislación japonesa lo permita.

De este modo, NYSE Euronext se ha configurado como una de las principales bolsas mundiales, que opera en un amplio abanico de productos y servicios financieros en cinco mercados de acciones al contado y uno de derivados pertenecientes a seis países en dos continentes, proporcionando bajo una misma plataforma servicios de admisión a cotización, negociación de acciones y bonos al contado, derivados de renta fija y variable, así como difusión de información, y en un futuro podría aspirar a negociar 24 horas al día con una operativa en las tres divisas principales (dólares, euros y yenes). De hecho, esta es la plataforma más grande del mundo en términos del volumen de negociación de acciones al contado (véase cuadro 4).

Deutsche Boerse AG es la principal plaza financiera alemana, que incluye los sistemas y procedimientos de negociación de la Bolsa de Fráncfort. Además, mantiene un acceso operativo a través del mercado continuo Xetra con otras siete bolsas provinciales alemanas (Bayern,

Berlín, Bremen, Düsseldorf, Hamburgo, Hannover y Stuttgart), que, no obstante, mantienen personalidades jurídicas y patrimoniales distintas. Asimismo, Deutsche Boerse tiene el 100% de Clearstream International, que, como se ha comentado anteriormente, es el depositario central de valores y proveedor de servicios de postnegociación. En la actualidad, posee el 50% de Eurex (el otro 50% lo tiene la Bolsa Suiza, SWX Swiss Exchange), que es el mercado de futuros y opciones que se formó de la fusión en 1988 del DTB alemán y el Swiss Soffex suizo, y cuya cámara de compensación es Eurex Clearing. Uno de los elementos del éxito de Eurex es la utilización de una plataforma electrónica que admitió en sus inicios el acceso remoto de los intermediarios, por lo que en la actualidad está conectada con 393 participantes de 20 países. Además, Eurex ha adquirido el 27 de julio de este año la bolsa norteamericana International Securities Exchange (ISE), que es actualmente la mayor plaza de contratación de opciones sobre acciones de Estados Unidos y la segunda de opciones de este país, detrás de Chicago Board Options Exchange (CBOE).

LSE Borsa Italiana es la fusión de la Bolsa de Londres (London Stock Exchange PLC, LSE) y la Bolsa italiana (Borsa Italiana SpA), iniciada en junio de 2007 y materializada en octubre de este mismo año. Esta sociedad es propietaria del 100% del mercado electrónico de renta fija MTS, después de que haya ejercitado recientemente la opción de compra de la participación accionarial en poder de NYSE Euronext. Por otra parte, las bolsas de Dubai, de Qatar y Nasdaq poseen, respectivamente, el 28%, 20% y 3,5% de la LSE.

Si finalmente prospera la oferta de compra de OMX lanzada conjuntamente a finales de septiembre de este año por Nasdaq y la Bolsa de Dubai¹¹, se crearía el grupo Nasdaq OMX Dubai. De acuerdo con los planes previstos, en un primer momento se materializaría la combinación NASDAQ OMX, cuyo acuerdo se gestó en mayo de 2007 entre la bolsa Nasdaq Group y el operador OMX Nordic Exchange, con el objetivo de negociar bajo una misma plataforma valores al contado y derivados en dos continentes distintos. Más adelante, se incorporaría el mercado de Dubai. Nasdaq Group es el resultado de la fusión, en 2004, de Nasdaq Stock Market Inc. con el mercado electrónico Brut y, más adelante (2005), con la plataforma electrónica Instinet¹² (INET ECN). Más recientemente, a principios de octubre de 2007, Nasdaq ha materializado la compra de Boston Stock Exchange, que incluye una plataforma electrónica de acciones de Estados Unidos y una cámara de compensación de derivados (Boston Stock Exchange Clearing Corporation), lo que le permitirá introducirse en el negocio de los servicios de postnegociación en ese país. Por su parte, OMX Nordic Exchange surgió de la fusión de cuatro bolsas nórdicas (Estocolmo, Helsinki, Copenhague e Islandia) y de tres bálticas (Tallín, Riga y Vilna), y actualmente es propietaria del 10% de la Bolsa de Oslo (Oslo Bors Holding ASA). La Bolsa de Qatar (a través de Qatar Investment Authority) ha adquirido recientemente un 13% de OMX, por lo que es susceptible de incorporarse en algún momento al proyecto de Nasdaq OMX Dubai.

En este contexto de grandes jugadores, resulta destacable el renovado protagonismo de los mercados de derivados. Estos tienen productos muy específicos y que suelen tener asociada una cámara de compensación propia, lo que les genera mayores márgenes en la cadena de valor contratación-liquidación, haciéndolos atractivos para los inversores. Además de la operación de adquisición de ISE por Eurex, hay que destacar dos casos recientes. El primero (CME Group) es el resultado de la compra, en julio de este año, del mercado de derivados

11. Estas dos sociedades han lanzado una OPA sobre al menos el 50% de OMX. En la actualidad, Nasdaq y la Bolsa de Dubai poseen el 48% de los votos de OMX, lo que les confiere un margen amplio de éxito en la compra. **12.** En el momento de la compra de Instinet Group, se escindió Instinet LLC, que se constituyó como agencia de valores privada y fue vendida a Nomura Holdings Inc. en 2007.

CBOT (Chicago Board of Trade, Holdings Inc.) por CME (Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc.) por el equivalente a 8,3 mm de euros, lo que supone la mayor operación realizada hasta ahora (véase cuadro 2). La nueva bolsa es una de las más importantes del mundo en la negociación de contratos de futuros y opciones sobre una amplia variedad de activos subyacentes. A través de su plataforma electrónica CME Globex se negocian diariamente 10,2 millones de contratos a través de operadores de 80 países diferentes. En términos de la capitalización de la sociedad gestora, esta es actualmente la bolsa más importante del mundo (véase cuadro 4).

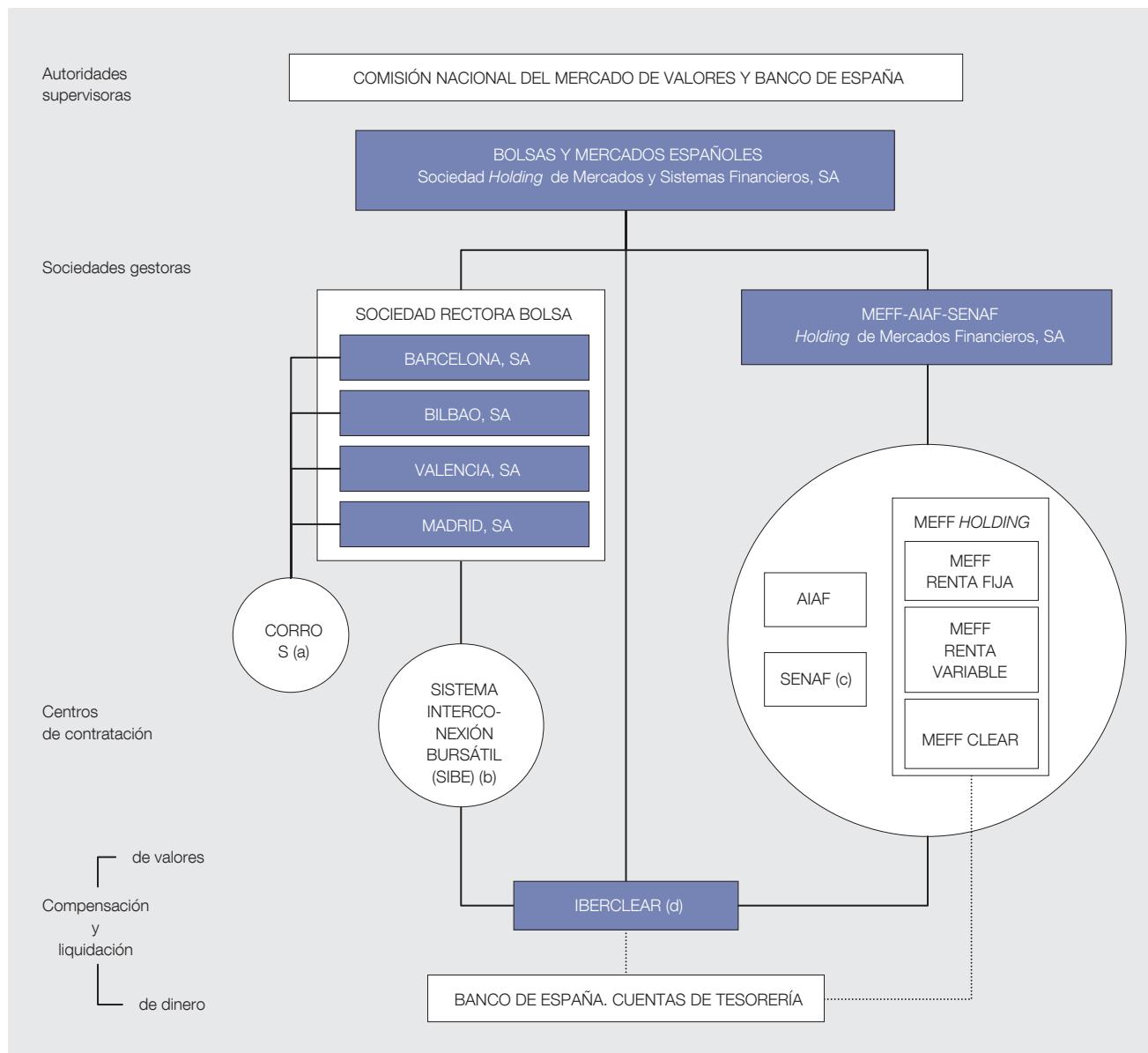
El segundo caso es otra historia reciente de sucesivas integraciones. El mercado de derivados Intercontinental Exchange (ICE) se estableció en mayo de 2000 como una de las principales bolsas mundiales electrónicas de contratos de energía. En junio de 2001 compró el mercado londinense de materias primas International Petroleum Exchange (IPE), que hoy es el ICE Futures, que opera como una de las principales bolsas de derivados de energía con formación de precios de viva voz. Desde 2003, tiene como socio al Chicago Climate Exchange (CCX) y, en enero de 2007, materializó la compra del mercado de derivados New York Board of Trade (NYBOT), lo que le ha permitido introducir la negociación de las referencias agrícolas de dicha plataforma.

En el caso de España, el grupo BME (Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA) es la sociedad que integra el conjunto de sistemas de negociación y mecanismos de liquidación, compensación y registro españoles. Esta empresa, que se constituyó en 2002, ostenta la titularidad directa o indirecta de las acciones y participaciones de las sociedades que administran los mercados secundarios de renta fija, renta variable y derivados, incluido el de materias primas de Valencia e Iberclear (véase esquema 1). En particular, concentra las bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, la compañía MF mercados financieros (gestor que negocia la deuda pública y la renta fija privada), MEFF (derivados), MEFFClear (cámara de compensación) e Iberclear (que engloba todos los sistemas de liquidación y compensación, y registro de la renta fija y variable). En el ámbito de liquidación, en 2003 se creó la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (que luego operó bajo el nombre comercial de Iberclear), como resultado de la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado gestionada por el Banco de España (CADE), así como del resto de sistemas de liquidación ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. En agosto de 2007, BME ha acordado adquirir el 5% de la Bolsa Mexicana de Valores, SA, en la futura OPV que realizará su sociedad gestora.

Implicaciones

Desde comienzos de la década actual se está produciendo un proceso de integración de los mercados de valores internacionales, que ha afectado en mayor medida al ámbito de la negociación que al de la liquidación y la compensación. Este fenómeno, que originalmente se inició entre las bolsas europeas, se ha extendido más recientemente a Estados Unidos mediante la consolidación entre bolsas y sistemas alternativos de negociación y entre los diversos mercados de derivados. A lo largo del último año se ha intensificado con operaciones transatlánticas y asiáticas, que han introducido una dimensión global a este fenómeno. Como consecuencia de ello, se han formado bolsas internacionales de gran tamaño, en las que se negocia una amplia variedad de activos y en las que se ofrece una extensa gama de servicios.

La consolidación de los mercados supone algunas ventajas importantes para sus usuarios (inversores y emisores) en términos de simplicidad y rapidez operativa, de aumento del grado de liquidez de los activos, derivado de la concentración de las transacciones en una misma



FUENTE: Banco de España.

- a. La renta fija bursátil negociada en corros se liquida, en la actualidad, en el ámbito de las sociedades rectoras de las bolsas.
- b. En el SIBE se negocian acciones, renta fija, warrants, ETF y certificados. Además, existen segmentos de negociación específicos para acciones latinoamericanas (Latibex) y acciones de SICAV (MAB).
- c. Sistema de negociación ciego de deuda pública anotada, cuyos valores se liquidan en Iberclear. No obstante, MEFF Clear se interpone en las operaciones *repo* de SENAFA.
- d. Iberclear es el depositario central de valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores. Integra las plataformas técnicas del SCLV y del CADE.

plataforma de negociación, y del posible abaratamiento de costes, en la medida en que los mayores volúmenes se traduzcan en una rebaja de las tarifas, en una industria que se caracteriza por las economías de escala, de alcance y de red. Como consecuencia de ello, los agentes verán ampliadas las posibilidades de diversificar geográficamente sus carteras, pudiendo obtener combinaciones de rentabilidad-riesgo superiores.

Este desarrollo plantea también algunos retos para las autoridades económicas. Así, estas tendrán que vigilar que no se produzcan concentraciones excesivas que pudieran degenerar en situaciones de falta de competencia. Por otra parte, el proceso de integración trasnacional

pone en evidencia la necesidad de mayores esfuerzos de armonización y coordinación de las actividades de control y supervisión sobre los intermediarios y mercados que operan en diversos países al mismo tiempo.

16.10.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- ARMSTONG, A., y J. HAGEL (1996). «The real value of on-line communities», *Harvard Business Review*, mayo-junio.
- CRUICKSHANK, D. (2001). «Clearing and settlement: the barrier to a pan-european capital market», *International Finance*, vol. 4, n.º 2.
- DOMOWITZ, I., e I. STEIL (1999). *Automation, trading costs, and the structure of the securities trading industry*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services.
- ECONOMIDES, N. (1995). «How to Enhance Market Liquidity», *Global Equity Markets*, Irwin professional, Nueva York.
- GARCÍA SANTOS, N. (2007). «MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores», *Estabilidad Financiera*, n.º 12, mayo, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2002). «Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- (2001). «La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- HASSAN, I., y M. MALKAMÄKI (2001). «Are Expansions Cost Effective for Stock Exchanges? A Global Perspective», *Journal of Banking and Finance*, 25.
- HASSAN, I., M. MALKAMÄKI y H. SCHMIEDEL (2003). «Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence», *Journal of Banking and Finance*, 27.
- HASSAN, I., y H. SCHMIEDEL (2004). «Networks and equity markets integration: European evidence», *International Review of Financial Analysis*, 13.
- SALONER, G., y A. SHEPARD (1995). «Adoption of Technologies with Network Effects: An Empirical Examination of the Adoption of Automated Teller Machines», *Rand Journal of Economics*, 26.
- SCHMIEDEL, H., y A. SCHÖNENBERGER (2005). *Integration of securities market infrastructures in the Euro area*, Occasional Paper Series, n.º 22, julio, BCE.
- THE GIOVANNINI GROUP (2001). *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Discussion paper, noviembre, Comisión Europea.
- (2003). *Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Discussion paper, abril, Comisión Europea.

LA UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA Y SU RELACIÓN CON LA INFLACIÓN
EN LA UEM

Este artículo ha sido elaborado por Esther Moral y Carlos Vacas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

Los indicadores del grado de utilización de la capacidad productiva están registrando niveles muy elevados en el área del euro, con valores cercanos a sus cotas máximas en los últimos veinte años. Así, el más popular de estos indicadores, el grado de utilización de la capacidad productiva en el sector de manufacturas (en adelante, UCP), tras registrar una subida continua en los últimos dos años, se mantuvo en el tercer trimestre de 2007 en un valor muy próximo a su máximo histórico, a pesar de la ligera caída experimentada con respecto al trimestre anterior. Asimismo, otros indicadores que permiten valorar en qué medida se está haciendo uso de la capacidad productiva instalada —y, en general, cuál es el margen de recursos sin utilizar de la economía— registran valores que parecen mostrar que este se ha reducido notablemente.

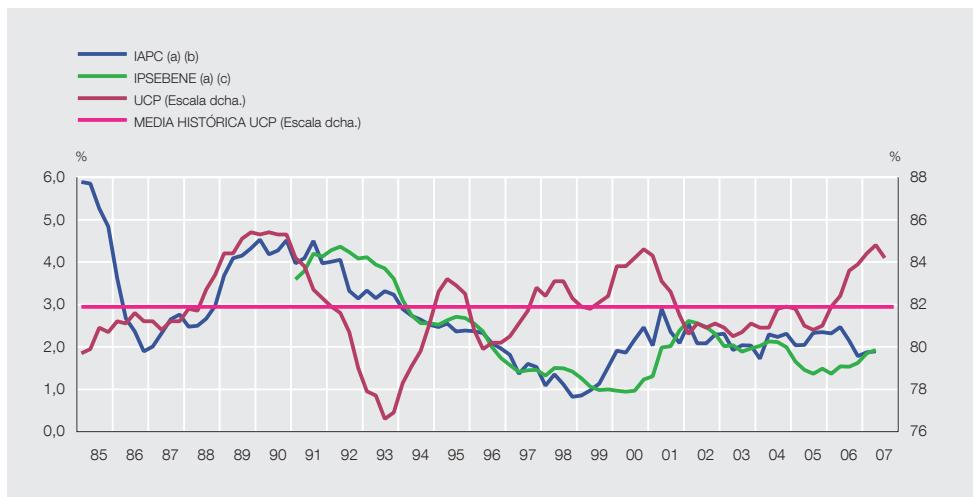
Las tensiones de demanda que evidenciarían los desarrollos descritos podrían apuntar la aparición de presiones inflacionistas en la zona del euro. Estas circunstancias han sido advertidas en diversas ocasiones a lo largo de este año por el BCE, que ha venido señalando la existencia de riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo relacionados con la continua mejora de los mercados de trabajo de la UEM —que podría dar lugar a unos incrementos salariales mayores de lo esperado— y con la elevada utilización de la capacidad productiva. La evolución reciente de la inflación del área, que se ha mostrado contenida, indica que, por el momento, dichas tensiones inflacionistas no se han materializado. En el caso concreto de la UCP, además, la evidencia empírica disponible muestra que su relación con la inflación es débil en la UEM y que en países como Estados Unidos, para los que se dispone de estudios que cubren períodos históricos más dilatados, se ha debilitado en las dos últimas décadas. La UCP, pues, parece haber perdido poder de predicción con respecto a la inflación.

En este contexto, este artículo analiza el papel de la UCP dentro del conjunto de información sobre el que se basan las decisiones de política monetaria. Más concretamente, en la segunda sección se realiza un análisis descriptivo de la evolución reciente de las medidas del grado de utilización de la capacidad productiva en la UEM¹. En la sección tercera se repasa la evidencia empírica existente sobre la relación entre la UCP y la inflación, para analizar, en el siguiente apartado, qué factores han podido dar lugar al cambio que parece detectarse en dicha relación y, lo que es más importante, cómo podrían afectar a su relevancia como indicador útil para la política monetaria. Finalmente, la quinta sección recoge las conclusiones.

Evolución reciente del grado de utilización de la capacidad productiva

El principal indicador para aproximar el grado de utilización de la capacidad productiva instalada procede de la encuesta industrial trimestral de la Comisión Europea (CE), que se elabora desde 1985. Dicho indicador resume la respuesta directa de todos los empresarios encuestados sobre el porcentaje de uso de su capacidad de producción instalada. En los últimos dos años, en los que la actividad económica del área del euro ha ido afianzando su recuperación hasta alcanzar un ritmo de crecimiento robusto, el grado de utilización de la capacidad productiva en el sector manufacturero ha mostrado un marcado perfil ascendente, tan solo interrumpido en el tercer trimestre del presente año —probablemente, como reflejo de las incertidumbres generadas por las recientes turbulencias en los mercados finan-

1. Para una descripción detallada de todos los indicadores analizados, véase el apéndice.



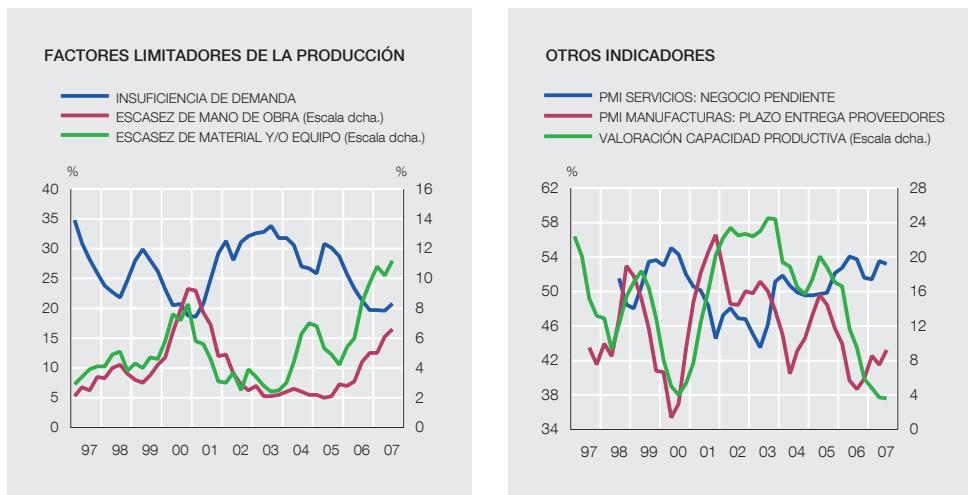
FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y Eurostat.

- a. Tasa de variación interanual.
- b. Con anterioridad a 1990 (a 1991, en términos de la tasa de variación interanual), los datos de IAPC corresponden a cálculos realizados por el BCE basados en datos nacionales y de Eurostat.
- c. IAPC, excluidos energía y alimentos no elaborados.

cieros— (véase gráfico 1). Así, en el segundo trimestre de 2007 las industrias manufactureras funcionaron, en promedio, a un 84,8% de la plena capacidad, un nivel muy superior a la media registrada en el período 1985-2006 (81,8%) y muy próximo a su valor máximo histórico (85,4%), alcanzado en el segundo trimestre de 1990, cuando altos niveles de UCP convivían con elevadas tasas de inflación.

La encuesta industrial trimestral de la CE contiene, asimismo, otras preguntas que permiten obtener indicadores cualitativos adicionales de la utilización de la capacidad productiva y, en general, de la presión de demanda en la economía del área. La evolución reciente de estos indicadores evidencia también un incremento de dicha presión. De este modo, como se observa en el gráfico 2, la valoración de la capacidad productiva actual ha caído de forma continua desde mediados de 2005, lo que implica que ha aumentado el porcentaje de empresas que consideran que la capacidad productiva de la que disponen es insuficiente para hacer frente a su demanda prevista. En el tercer trimestre de 2007, este indicador ha alcanzado un nivel de 3,6, muy por debajo de la media del período 1985-2006 (17,5), en el cual solo se registraron valores inferiores a finales de 1989 y principios de 1990. Por su parte, las respuestas de los empresarios encuestados acerca de los factores que estarían limitando su volumen de producción apuntan en la misma dirección, ya que la proporción de empresas que señalan la insuficiencia de la demanda como el principal factor limitador ha disminuido casi 10 puntos porcentuales (pp) desde el segundo trimestre de 2005, mientras que las que apuntan a la escasez de mano de obra y la de equipamiento han aumentado de forma notable desde finales de 2005 y se aproximan a los porcentajes máximos registrados.

Por otra parte, algunos de los índices individuales procedentes de las encuestas a los directores de compras contienen también información útil sobre el grado de presión de la demanda en la economía, como, por ejemplo, el subíndice del PMI de manufacturas que mide las variaciones en el tiempo de entrega de los proveedores o el del PMI de servicios que valora el negocio pendiente. El gráfico 2 muestra cómo la primera de estas variables experimentó, desde mediados de 2005, una marcada tendencia decreciente y, aunque a lo largo de 2007 dicha tendencia se ha invertido, el índice permanece en niveles inferiores a su media histórica y al



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Reuters.

a. Para una explicación detallada de los diferentes indicadores, véase el apéndice al texto principal.

nivel de 50. Esto implica que las empresas encuestadas consideran que el tiempo de entrega de los proveedores, en media, se ralentiza con respecto al mes anterior, lo que indicaría la dificultad de estos para hacer frente a una demanda dinámica. Por su parte, el PMI de servicios que mide el negocio pendiente ha registrado en el período más reciente una senda alcista —aunque con algunas oscilaciones importantes— y se encuentra, desde el último trimestre de 2005, por encima del valor neutral de 50, lo que es compatible con una expansión de la actividad y con un mayor uso de la capacidad.

Evidencia empírica

Los estudios empíricos que intentan determinar qué variables podrían ser útiles en la predicción de la inflación del área del euro se encuentran con la limitación de que la UEM como tal solo existe desde 1999 y, por tanto, con anterioridad a dicha fecha las variables para el conjunto del área representan, en cierta medida, a un agregado artificial. Además, los datos de inflación armonizados para los países de la UEM solo están disponibles desde 1991. Como consecuencia, los resultados son relativamente modestos y deben ser interpretados con cautela. Algunos trabajos indican que las variables que han conseguido tener un mayor poder predictivo han ido variando en función del período concreto elegido², mientras que en muchos casos la inflación se predice mejor simplemente mediante sus valores pasados, sin que la inclusión de una variable adicional mejore sistemáticamente los resultados.

Para el caso concreto de la UCP, no existe mucha evidencia empírica acerca de su capacidad predictiva, a pesar de que algunos indicadores compuestos que se han utilizado para predecir la inflación la incluyen³. Análisis empíricos basados en modelos bivariantes simples, en los que se regresa la inflación sobre valores pasados de sí misma y de la UCP, tienden a mostrar, en general, que esta última es poco informativa incluso dentro de la muestra para la que se realiza la estimación.

Este resultado parece extenderse a análisis más sofisticados que estudian la capacidad predictiva extramuestral de la UCP, tal como se aprecia en un estudio reciente de la OCDE⁴, en el que se evalúa —para el caso del área del euro— en qué medida diversos indicadores apor-

2. Véase Banerjee et al. (2005). Este estudio ni tan siquiera incluye la UCP en su análisis. 3. Véase Angelini et al. (2001). 4. Véase OCDE (2007).

Error de predicción absoluto medio, n años hacia adelante (pp)								
	1995-2000				2000-2005			
	n = 1	n = 2	n = 3	n = 4	n = 1	n = 2	n = 3	n = 4
Modelo base (a)	0,87	1,66	1,39	1,56	0,45	0,73	1,01	0,80
Indicadores de presión de demanda (b)								
Output gap	0,62	1,33	1,91	1,59	0,40	0,29	0,48	0,39
Output gap en tiempo real	1,07	1,41	1,28	1,65	0,47	0,66	0,93	0,75
Desempleo - NAIRU	0,94	1,32	1,54	1,42	0,36	0,28	0,46	0,55
UCP	1,40	2,94	1,98	3,18	0,50	1,06	1,51	2,00

FUENTE: OCDE (2007).

- a. En este modelo, la inflación —medida como la tasa de crecimiento interanual del IAPC— se regresa sobre sus valores pasados y sobre los cambios en el precio del petróleo (actual y pasados). La estimación se realiza con datos trimestrales desde 1980 en adelante.
- b. Se estima, para cada indicador de presión de demanda, una ecuación de la inflación con respecto a sus valores pasados, los cambios en el precio del petróleo (actual y pasados) y dicho indicador (valores pasados), con el fin de evaluar la capacidad predictiva del mismo. En negrita aparecen destacados los modelos cuyo error de predicción es menor que el del modelo base para el mismo horizonte de predicción.

tan información útil para predecir la inflación a horizontes temporales iguales o superiores a un año. Con este fin, el estudio compara las predicciones de inflación (medida como la tasa de crecimiento interanual del IAPC) obtenidas a partir de dos tipos de modelos, que son estimados de forma recursiva: el modelo base, que solo incluye como variables explicativas los valores pasados de la inflación y los cambios en el precio del petróleo, y otros modelos que añaden además el indicador cuya capacidad predictiva se quiere evaluar. El criterio de comparación es el tamaño relativo de los errores absolutos medios de predicción a diferentes horizontes de cada modelo. Como puede observarse en el cuadro 1, que recoge algunos de los resultados de este estudio, tanto para el período 1995-2000 como para el 2000-2005, la UCP nunca mejoró el poder predictivo del modelo base a diferentes horizontes. Otras medidas, como la brecha de producción (*output gap*) o la brecha entre el desempleo y la NAIRU, mostraron una mayor capacidad de predicción de la inflación futura.

Las limitaciones a que se ha hecho referencia al comienzo de este apartado podrían explicar que la evidencia empírica disponible no permita atribuir a la UCP un claro poder predictivo sobre la inflación en la UEM. Por este motivo, resulta especialmente útil observar la experiencia de otros países. En particular, en Estados Unidos y Canadá existe una abundante literatura que documenta el debilitamiento de la relación positiva entre la UCP y la inflación (tanto general como subyacente)⁵. En estos países se observa, de hecho, un claro cambio estructural en la relación entre ambas variables a mediados de los ochenta, aproximadamente. Con anterioridad, niveles de UCP elevados solían anticipar una mayor inflación futura, pero esto parece haber dejado de ocurrir desde entonces, como se observa en el gráfico 3 para el caso de Estados Unidos.

Posibles factores explicativos del cambio en la relación entre inflación y UCP

Las implicaciones sobre la relevancia de la UCP para las decisiones de política monetaria que se derivan de la pérdida de poder predictivo sobre la inflación que se ha puesto de manifiesto en el epígrafe anterior dependerán, lógicamente, de cuáles sean las razones últimas que explican los cambios en la relación entre ambas variables. Como se ha mencionado, la mayoría

5. Véanse, por ejemplo, Emery y Chang (1997) o Dotsey y Stark (2005).



FUENTES: US Bureau of Labor Statistics y Federal Reserve System.

a. Tasa de variación interanual.

de estudios que analizan la relación entre inflación y UCP y cómo esta ha podido cambiar a lo largo del tiempo se refiere a las economías estadounidense y canadiense. No obstante, los argumentos que se utilizan en dichos estudios son extrapolables al caso europeo.

En primer lugar, dado que la UCP se mide en el sector de la industria —que incluye la rama manufacturera, la minería y la producción de gas, electricidad y otros—, algunos estudios apuntan que la UCP estaría perdiendo su capacidad para predecir la inflación, debido a que el sector industrial constituye una proporción cada vez menor del producto, que se ha desplazado de forma creciente a los servicios.

Otro factor que podría haber desempeñado un papel relevante es el comportamiento crecientemente volátil de los precios de la energía, que podría haber distorsionado la relación entre la inflación y la UCP, al haber añadido ruido a la misma en los últimos años. No obstante, en el estudio de la OCDE citado anteriormente se tiene en cuenta este efecto para el caso europeo y, aun así, la UCP no resulta útil en la predicción de la inflación.

Asimismo, es importante considerar la posible influencia de los cambios tecnológicos. El progreso registrado en las últimas dos décadas ha implicado una mayor flexibilidad en la relación entre factores productivos y producción, y, por sus efectos sobre la inversión en bienes de equipo y sobre el stock de capital, podría haber alterado la relación entre la UCP y la inflación. En el pasado era más común que una empresa respondiera a las variaciones en la demanda mediante un cambio en la producción, sin alterar —dados los costes que implicaba— su capacidad instalada, lo que hacía que la UCP fluctuara con la demanda. Más recientemente, sin embargo, esta dinámica puede haberse visto afectada por la caída del precio relativo de los bienes de capital y sobre la reducción de los costes de ajuste de la capacidad instalada, que habrían modificado el valor de equilibrio de la UCP. Desde un punto de vista teórico, el efecto del cambio tecnológico sobre la UCP es, en principio, indeterminado y, además, puede diferir en el corto y en el largo plazo. Por un lado, los precios decrecientes de los bienes de equipo reducen el coste de oportunidad para las empresas de mantener excesos de capacidad, lo que supone un estímulo para que estas instalen una mayor capacidad y operen con una UCP baja, que les permita expandir notablemente la producción en los ciclos altos de demanda. Por otro lado, el diseño automatizado y las herramientas modulares, junto con las mejoras en la gestión de las existencias, hacen que sea más barato y rápido expandir la capacidad cuan-

do de verdad se necesita, lo que incentiva a las empresas a reducir su exceso de capacidad y a operar normalmente con una UCP alta. El impacto final sobre la UCP dependerá de estas dos fuerzas contrapuestas.

En un reciente estudio que analiza la relación entre tecnología y utilización de la capacidad en Estados Unidos⁶, se señala que, en el período 1974-2000, el cambio tecnológico tuvo un efecto a largo plazo negativo sobre la UCP, aunque reducido. En concreto, controlando por el crecimiento de la producción, el nivel de inversión y otros factores, el cambio tecnológico redujo la UCP entre 0,2 pp y 2,3 pp. El estudio sugiere que estos cambios en la relación entre tecnología y UCP pueden implicar, a su vez, cambios en la relación entre UCP e inflación, pues, si las empresas han podido mantener un mayor exceso de capacidad, la empresa media puede estar mejor preparada para afrontar un período de fuerte demanda sin moverse a la parte más alta de la curva de costes marginales.

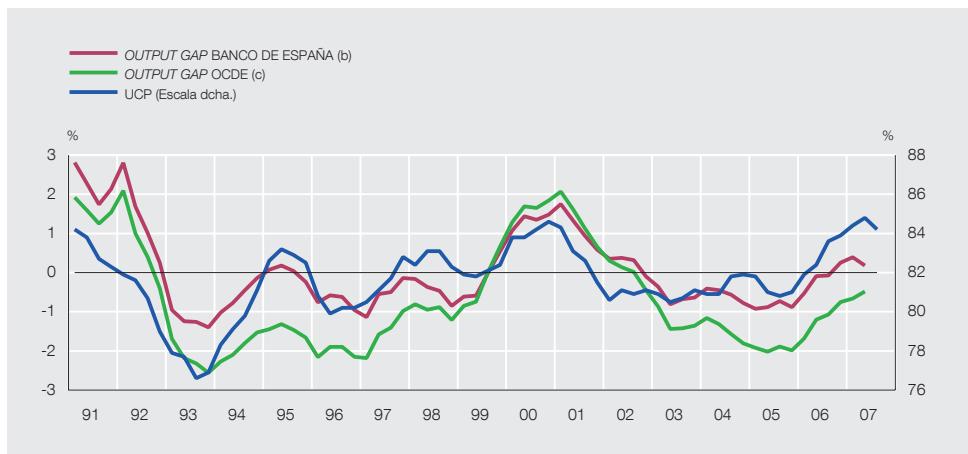
Otro de los factores que podría explicar el debilitamiento de la relación entre UCP e inflación es la creciente liberalización del comercio internacional, que ha venido acompañada por un importante aumento de los flujos comerciales. En primer lugar, este proceso habría tenido un efecto depresor sobre la inflación, puesto que la disponibilidad de importaciones baratas puede afectar de forma directa a los precios de consumo —a través de su inclusión en la cesta de consumo o del abaratamiento de los costes de producción de algunos bienes de producción interna—, así como tener un impacto indirecto sobre los precios de los competidores nacionales, presionándolos a la baja. Pero, además, debido al proceso de internacionalización de la producción, el precio de los bienes se establecería más en los mercados internacionales, lo que haría que el nivel de precios creciera menos ante las presiones del mercado interno que cuando la economía era más cerrada. En este caso, medidas de naturaleza puramente internas, como la UCP, perderían poder predictivo sobre la inflación⁷. No obstante, existen estudios en los que se sustituyen las medidas de presión de demanda de origen nacional por otras globales, sin que los resultados avalen que dichos indicadores globales tienen mayor capacidad predictiva ni que la globalización permite justificar la menor influencia de las medidas nacionales sobre la inflación⁸.

Si la pérdida de poder de predicción de la UCP con respecto a la inflación respondiera fundamentalmente a los factores señalados hasta ahora, es evidente que la relevancia de este indicador para valorar los riesgos para la estabilidad de precios presentes en la economía se vería notablemente debilitada. Sin embargo, existen otros argumentos que es preciso considerar también antes de llegar a una conclusión definitiva.

Así, algunos autores, como Woodford (1994), han señalado que el hecho de que un indicador no muestre un significativo poder de predicción con respecto a la inflación podría responder, en última instancia, a que dicha variable ya está siendo tenida en cuenta por el banco central para tomar las decisiones de política monetaria de forma preventiva. Es importante señalar, no obstante, que este argumento parece más adecuado para estrategias de política monetaria fuertemente articuladas en torno a un conjunto limitado de indicadores que para el caso del Eurosystema, en el que las decisiones se toman sobre la base de un conjunto muy amplio de información.

Por otro lado, hay estudios que señalan que la UCP no ha perdido su capacidad para medir con qué intensidad la economía, globalmente considerada, está usando sus recursos y, en consecuencia, para detectar presiones de demanda que pudieran propiciar tensiones inflacio-

6. Véase Bansak et al. (2004). 7. Véase, por ejemplo, Dexter et al. (2005). 8. Véase Ihrig et al. (2007).



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, OCDE y Banco de España.

- a. El *output gap* se define como la diferencia entre el PIB observado y el potencial como porcentaje del PIB potencial.
- b. El PIB potencial se ha obtenido aplicando un filtro Hodrick-Prescott al PIB observado.
- c. Estimación realizada por la OCDE.

nistas⁹. En este sentido, el gráfico 4 muestra el gran paralelismo de la UCP con el *output gap* para el caso de la UEM.

Finalmente, la mejora en la gestión de la política monetaria permitiría también explicar la menor respuesta de la inflación ante cambios en los indicadores de presión de demanda, como es el caso de la UCP. En este sentido, hay que señalar que la mayor credibilidad de los bancos centrales ha contribuido a un mejor anclaje de las expectativas de inflación de los agentes económicos, facilitando la contención de las presiones inflacionistas. Según han señalado diversos estudios¹⁰, fenómenos como la menor persistencia de la inflación (que indica en qué medida perduran en el tiempo los efectos de una determinada perturbación sobre la inflación), la reducción en la pendiente de la curva de Phillips (implicando que cambios en la utilización de los recursos tendrían menos impacto sobre la inflación) o la menor respuesta actual de la inflación ante perturbaciones en el precio del petróleo o en los tipos de cambio se pueden explicar por los efectos favorables del nuevo régimen de política monetaria sobre el proceso de formación de expectativas.

Conclusiones

La evolución reciente del grado de utilización de la capacidad productiva instalada en el conjunto del área del euro, caracterizada por una notable tendencia creciente y por mostrar niveles superiores a su media histórica desde finales de 2005, es uno de los factores que la autoridad monetaria europea ha venido subrayando a la hora de sustentar su diagnóstico de que los riesgos a la estabilidad de precios en el medio plazo permanecen al alza. Dicha preocupación se corresponde con el papel que, tradicionalmente, se ha asociado a los diversos indicadores de presión de demanda en la predicción del comportamiento futuro de la inflación. En el caso de la UCP, objeto de este artículo, la evidencia empírica disponible apunta que la relación entre la UCP y la inflación es actualmente débil en la UEM, y que en países como Estados Unidos, para los que los estudios cubren períodos históricos más amplios, se ha debilitado en los últimos veinte años. Las implicaciones de esta evolución sobre la relevancia de dicho indicador en el proceso de toma de decisio-

9. Véase, por ejemplo, Tal (2000). 10. Véase el discurso de Frederic S. Mishkin, titulado *Inflation Dynamics*, en la Conferencia Anual de Macroeconomía, en la Reserva Federal de San Francisco (marzo de 2007).

nes de política monetaria dependen crucialmente de cuáles sean los principales factores que explican tales cambios.

Así, por un lado, se han señalado como potenciales factores explicativos de la menor capacidad predictiva de la UCP sobre la inflación la pérdida de representatividad de un indicador basado en el comportamiento del sector industrial, en un marco de creciente peso del sector servicios, las mejoras tecnológicas y la influencia del comercio internacional. Estos argumentos apuntarían hacia una pérdida de peso específico de la UCP en el conjunto de información útil para la autoridad monetaria europea. Sin embargo, existen otras consideraciones que es preciso tener en cuenta antes de extraer una conclusión definitiva. Así, la elevada correlación que se mantiene aún entre la UCP y el *output gap* indica que la evolución de la primera puede ser útil para valorar los recursos productivos disponibles o, lo que es lo mismo, la existencia de presiones de demanda que pudieran anticipar la aparición de tensiones inflacionistas. Asimismo, el carácter más preventivo de la política monetaria y la mayor credibilidad de los bancos centrales podrían también explicar el cambio en la relación empírica entre distintos indicadores, entre los que figuraría la UCP, y la inflación, sin que ello implicara una menor relevancia de los primeros en el proceso de toma de decisiones de política monetaria. En el caso de la UEM, la credibilidad del compromiso del BCE con su mandato ha contribuido a anclar las expectativas de inflación a medio y largo plazo en niveles compatibles con su definición de estabilidad de precios, facilitando, a su vez, que la inflación se muestre más contenida y estable.

19.10.2007.

BIBLIOGRAFÍA

- ANGELINI, E., J. HENRY y R. MESTRE (2001). *Diffusion Index-based Inflation Forecasts for the Euro Area*, ECB Working Paper n.º 61.
- BANERJEE, A., M. MARCELLINO e I. MASTEN (2005). «Leading Indicators for Euro Area Inflation and GDP Growth», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 67 (s1), pp. 785-813.
- BANSAK, C., N. MORIN y M. STARR (2004). *Technology, Capital Spending and Capacity Utilization*, Finance and Economics Discussion Series n.º 30, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- DEXTER, A. S., M. D. LEVI y B. R. NAULT (2005). «International Trade and the Connection between Excess Demand and Inflation», *Review of International Economics*, vol. 13, n.º 4, pp. 699-708.
- DOTSEY, M., y T. STARK (2005). «The Relationship Between Capacity Utilization and Inflation», *Business Review*, segundo trimestre, Federal Reserve Bank of Philadelphia, pp. 8-17.
- EMERY, K. M. y C. P. CHANG (1997). «Is There a Stable Relationship Between Capacity Utilization and Inflation?», *Economic Review*, primer trimestre, Federal Reserve Bank of Dallas, pp. 14-20.
- IHRIG, J., S. B. KAMIN, D. LINDNER y J. MÁRQUEZ (2007). *Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis*, International Finance Discussion Papers n.º 891, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- MISHKIN, F. S. (2007). «Inflation Dynamics», discurso para la *Conferencia Anual de Macroeconomía*, Federal Reserve Bank of San Francisco, marzo.
- OCDE (2007). «Is Money a Useful Indicator?», *Economic Survey of the Euro Area*, enero, anexo 2 al capítulo 2.
- TAL, R. (2000). «The Changing Relationship between Capacity Utilization and Inflation», *Canadian Business Economics*, julio.
- WOODFORD, M. (1994). «Non-Standard Indicators for Monetary Policy: Can Their Usefulness Be Judged from Forecasting Regressions?», en N. G. Mankiw (ed.), *Monetary Policy*, University of Chicago Press for NBER.

APÉNDICE

A continuación se realiza una descripción detallada de los distintos indicadores del grado de utilización de la capacidad productiva analizados en el presente artículo. En primer lugar, los indicadores obtenidos a partir de las respuestas a diferentes preguntas contenidas en la encuesta industrial trimestral elaborada por la Comisión Europea son los siguientes:

- UCP: valor obtenido como promedio de las respuestas a la pregunta «*¿Con qué capacidad está funcionando su compañía actualmente (como porcentaje de la plena capacidad)?*»
- Valoración de la capacidad productiva actual: resume las respuestas a la pregunta «*Considerando sus libros de pedidos y la evolución esperada de la demanda*

en los próximos meses, ¿cómo considera su actual capacidad productiva: más que suficiente (+), suficiente (=) o menos que suficiente (-)?» La medida se obtiene como diferencia entre el porcentaje de empresas que responden «más que suficiente» y las que responden «menos que suficiente». Por tanto, valores decrecientes estarían asociados a mayores niveles de UCP.

- Factores limitadores de la producción: en este caso, los empresarios responden a la pregunta «*¿Qué factores principales están actualmente limitando su producción: ninguno, una demanda insuficiente, la escasez de mano de obra, la escasez de material y/o equipamiento, las restricciones financieras u otros factores?*» El valor de cada factor representa el porcentaje de empresarios sobre el total que lo considera como el principal.

Asimismo, en el artículo se ha analizado la evolución de algunos subíndices derivados de las encuestas que la agencia Reuters dirige con carácter mensual a los directores de compras de compañías manufactureras y de servicios de algunos países de la UEM, a partir de las cuales se obtienen los llamados «índices de actividad PMI» (*Purchasing Managers' Index*). En particular, dentro del PMI de manufacturas se puede utilizar como indicador del grado de holgura de la economía el subíndice del *plazo de entrega de proveedores (Suppliers' Delivery Times Index)*, obtenido a partir de las respuestas de los directores de compras a la pregunta sobre si consideran que, con respecto al mes anterior, el tiempo empleado por sus proveedores para entregarles los suministros ha sido más rápido, igual o más lento que en el mes anterior. El valor del índice se obtiene como suma del porcentaje de encuestados que señalan una mayor velocidad de entrega y de la mitad del porcentaje de los que indican que no ha habido variación con respecto al mes anterior. Por tanto, un valor del índice por debajo de 50 indica que los plazos de entrega son más lentos, en media, que en el mes precedente, lo que se asociaría con una demanda más fuerte. Por esta razón, este subíndice entra con signo negativo en el PMI sintético de manufacturas. Por otra parte, a partir de las encuestas realizadas para obtener el índice de actividad PMI de servicios se calcula un índice de *negocio pendiente*, que muestra si las empresas consideran, en media, que su volumen de negocio pendiente ha aumentado (valor del índice mayor que 50), ha permanecido constante (igual a 50) o ha disminuido (menor que 50) con respecto al mes anterior, por lo que este índice permite aproximar el grado de holgura en el sector servicios.

Este artículo ha sido elaborado por Miguel A. Tiana Álvarez, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

En este artículo se presentan los resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de octubre de 2007, correspondientes a las diez entidades españolas que participan en la misma, y se comparan con los relativos al conjunto del área del euro¹. En esta ocasión, la Encuesta contiene información sobre la evolución de las condiciones de oferta y demanda entre los meses de julio y septiembre, y sobre las perspectivas para las mismas en el último trimestre del año. Además, dadas las circunstancias excepcionales registradas en los mercados financieros durante el verano, se incorporó una serie de preguntas específicas adicionales sobre el impacto que estas perturbaciones habrían tenido sobre la política de concesión de créditos de las entidades y sobre sus mayores o menores dificultades para acceder a las fuentes habituales de financiación al por mayor.

Como muestra el gráfico 1, las condiciones de oferta se tensionaron en España durante el tercer trimestre, particularmente en el caso de los préstamos destinados a empresas y a familias para adquisición de vivienda. Según las entidades, esta evolución respondió principalmente a cambios en la percepción de la situación económica general, aunque, como se observa en las contestaciones a las preguntas ad hoc incluidas en este cuestionario (cuadro 2), las perturbaciones financieras recientes también tuvieron una influencia relevante, que se espera continúe durante los últimos meses del año. Ninguna de las entidades españolas encuestadas relajó los criterios de aprobación en el último período, para cualquiera de los tipos de operaciones considerados (véase gráfico 2). La variación en los indicadores de oferta con respecto al trimestre anterior fue similar a la registrada en el conjunto del área del euro.

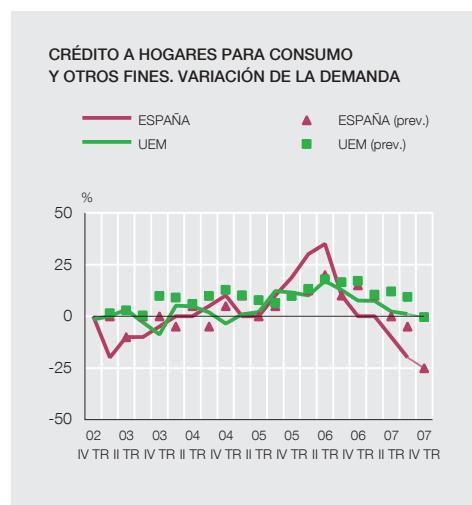
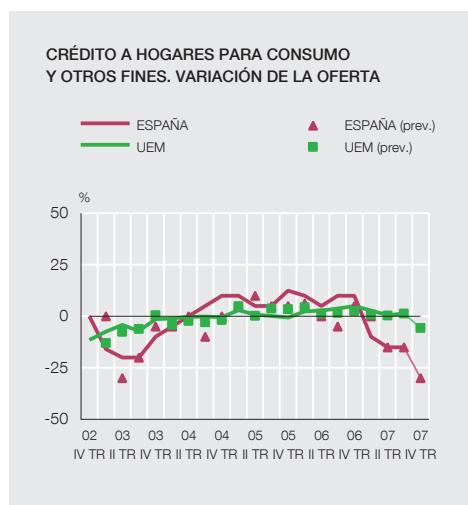
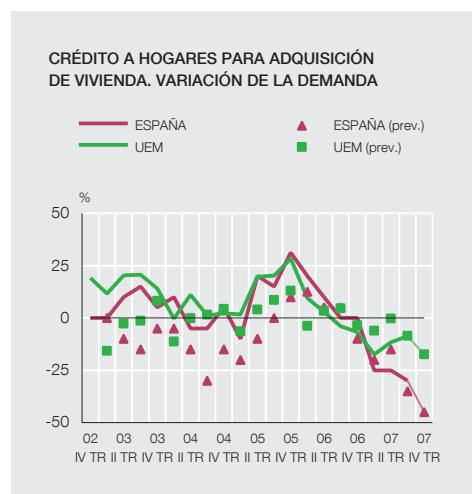
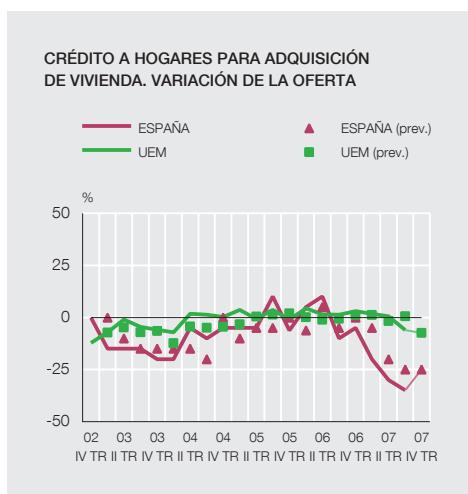
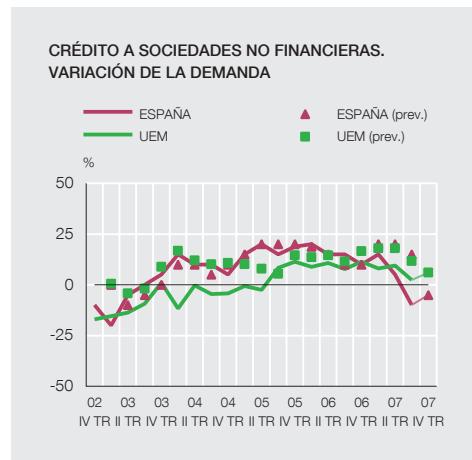
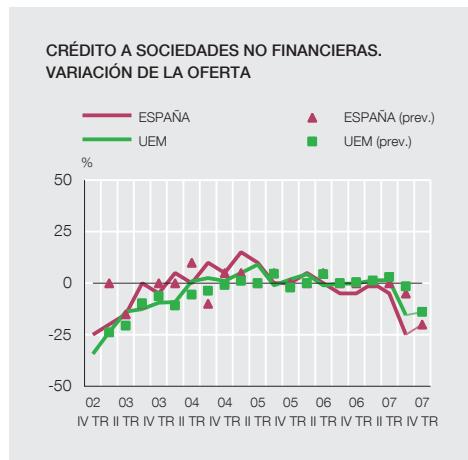
Las entidades españolas percibieron también una menor demanda de nuevos préstamos, tanto para los créditos a familias como —por primera vez en cuatro años— para los destinados a sociedades. En la UEM, se moderó también la demanda de nueva financiación destinada a hogares para adquisición de viviendas, y se registraron pequeñas variaciones en las restantes modalidades.

Pasando a analizar en mayor detalle los resultados de la Encuesta (véase cuadro 1), se observa que los criterios de aprobación de nuevos fondos para las empresas fueron más austeros tanto en España como en la zona del euro en su conjunto, especialmente en el caso de la financiación a grandes compañías y con plazo de vencimiento más largo. Los factores que mayor influencia tuvieron en dicha evolución fueron los cambios en las perspectivas relativas a la actividad económica en general y a ciertos sectores y sociedades en particular. Asimismo, todas las condiciones aplicadas a los nuevos préstamos fueron algo más exigentes (a excepción de los compromisos asociados a los contratos en nuestro país), destacando la ampliación de los márgenes aplicados a los créditos de alto riesgo.

1. Para un mayor detalle sobre estos, véanse Banco Central Europeo (2007), «Resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2007», *Boletín Mensual*, octubre, y dirección de Internet del BCE (<http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html>). Téngase en cuenta, no obstante, que los indicadores presentados aquí difieren de los utilizados por el BCE en sus análisis de las contestaciones a la Encuesta, por lo que los valores correspondientes a la UEM no coinciden en una y otra fuente. Para un mayor detalle sobre la naturaleza de la EPB y sobre los indicadores aquí utilizados, véase J. Martínez y L. A. Maza (2003), «Resultados de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España», Banco de España, *Boletín Económico*, mayo.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS
ESPAÑA Y UEM (a)

GRÁFICO 1

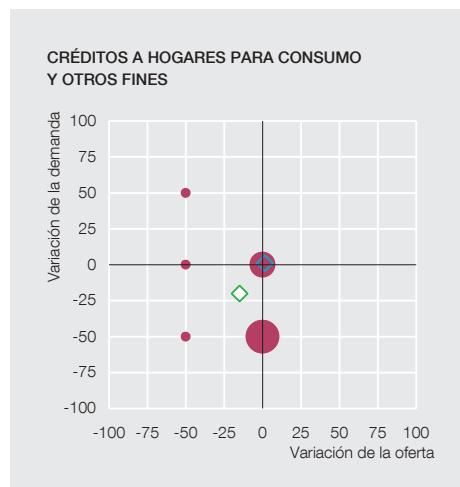
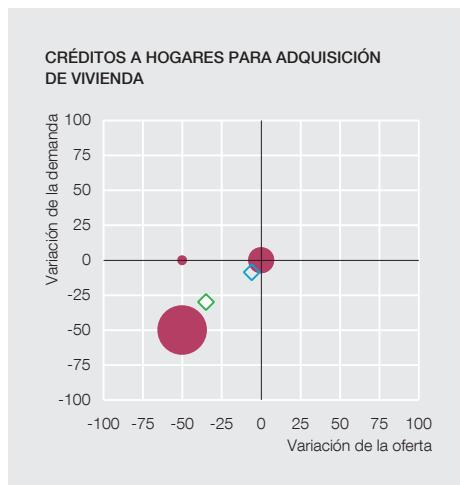
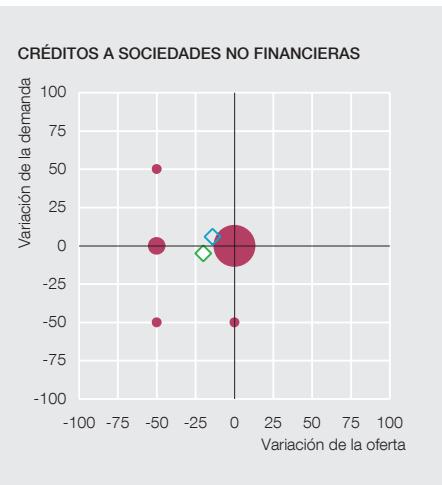
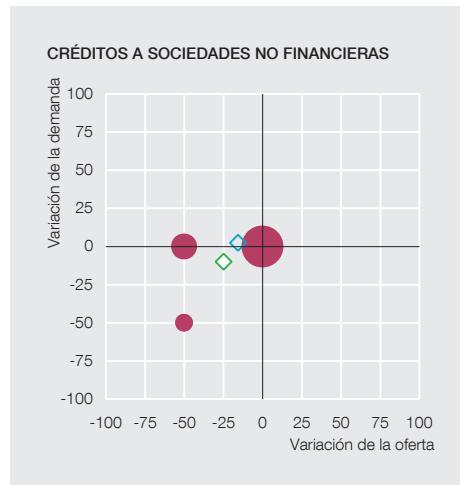
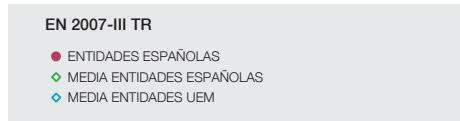


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto aumento \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1. Los símbolos en los gráficos indican las previsiones realizadas por las entidades encuestadas para el trimestre correspondiente, el trimestre anterior.

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS.
PRINCIPALES RESULTADOS DE LOS BANCOS ESPAÑOLES (a)

GRÁFICO 2



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. El tamaño de las marcas de las entidades españolas depende del número de coincidencias de las respuestas en ese punto.

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso considerable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento considerable		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS:										
OFERTA (criterios para la aprobación)										
En general	0	5	5	0	0	10	-25	26	-5	-16
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	-8
Préstamos a grandes empresas	0	5	5	0	0	10	-25	26	-10	-17
Préstamos a corto plazo	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	-8
Préstamos a largo plazo	0	4	6	0	0	10	-20	26	-10	-15
FACTORES DE OFERTA										
Costes relacionados con el nivel de capital de la entidad	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	-9
Capacidad para acceder a la financiación en los mercados	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-10
Situación de liquidez de la entidad	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-8
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	5	-5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-4
Competencia de la financiación en los mercados	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-7
Expectativas de la actividad económica en general	0	4	6	0	0	10	-20	26	-5	-11
Perspectivas del sector o sociedades concretas	0	5	5	0	0	10	-25	26	-10	-12
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-7
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	8	0	0	10	-10	21	-10	-6
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	7	0	0	10	-15	24	-10	-22
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-6
Cuantía del préstamo o de la línea de crédito	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-6
Garantías requeridas	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-8
Compromisos asociados al préstamo	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-6
Plazo de vencimiento	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-3
PREVISIÓN DE OFERTA										
En general	0	4	6	0	0	10	-20	26	-5	-14
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	3	7	0	0	10	-15	24	-5	-8
Préstamos a grandes empresas	0	6	4	0	0	10	-30	26	-5	-18
Préstamos a corto plazo	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-7
Préstamos a largo plazo	0	5	5	0	0	10	-25	26	-5	-16
DEMANDA										
En general	0	2	8	0	0	10	-10	21	5	2
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	1	9	0	0	10	-5	16	5	3
Préstamos a grandes empresas	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	-0
Préstamos a corto plazo	0	1	8	1	0	10	0	24	5	3
Préstamos a largo plazo	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	5
FACTORES DE DEMANDA										
Inversiones en capital fijo	0	2	8	0	0	10	-10	21	0	6
Existencias y capital circulante	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	4
Fusiones, adquisic. y reestructuración de la empresa	0	0	10	0	0	10	0	—	0	0
Reestructuración de la deuda	0	1	9	0	0	10	-5	16	5	-2
Financiación interna	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-3
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-1
Préstamos de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-1
Emisión de valores de renta fija	0	0	10	0	0	10	0	—	0	3
Emisión de acciones	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-2
PREVISIÓN DE DEMANDA										
En general	0	2	7	1	0	10	-5	28	15	6
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	0	9	1	0	10	5	16	15	6
Préstamos a grandes empresas	0	2	7	1	0	10	-5	28	15	4
Préstamos a corto plazo	0	0	7	3	0	10	15	24	20	9
Préstamos a largo plazo	0	3	6	1	0	10	-10	32	5	4

ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS

Resultados detallados de las entidades españolas. Octubre de 2007 (cont.)

CUADRO 1

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción (a)					Número de respuestas	Indicador (b)			
	Descenso consid- erable	Cierto descenso	Sin cambios	Cierto aumento	Aumento consid- erable		En t	Desv. típica	En t-1	UEM en t
CRÉDITO A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	7	3	0	0	10	-35	24	-30	-6
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-3
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	3
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	0
Expectativas de la actividad económica en general	0	4	6	0	0	10	-20	26	-20	-4
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	0	7	3	0	0	10	-35	24	-35	-7
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	5
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	2	8	0	0	10	-10	21	-10	-7
Garantías requeridas	0	4	6	0	0	10	-20	26	-15	-4
Relación entre el principal y el valor de la garantía	0	6	4	0	0	10	-30	26	-35	-7
Plazo de vencimiento	0	0	10	0	0	10	0	—	0	3
Gastos, excluidos intereses	0	1	9	0	0	10	-5	16	0	-0
PREVISIÓN DE OFERTA	0	5	5	0	0	10	-25	26	-25	-7
DEMANDA	0	6	4	0	0	10	-30	26	-25	-9
FACTORES DE DEMANDA										
Perspectivas relativas al mercado de la vivienda	1	5	4	0	0	10	-35	34	-30	-11
Confianza de los consumidores	0	4	6	0	0	10	-20	26	-20	-3
Gasto de consumo no relacionado con adquisición de vivienda	0	2	8	0	0	10	-10	21	-5	-1
Ahorro de las familias	0	0	10	0	0	10	0	—	0	1
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-6
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-0
PREVISIÓN DE DEMANDA	1	7	2	0	0	10	-45	28	-35	-17
CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES:										
OFERTA (criterios para la aprobación)	0	3	7	0	0	10	-15	24	-15	1
FACTORES DE OFERTA										
Costes de financiación y disponibilidad de fondos	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-1
Competencia de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	5
Competencia de instituciones no bancarias	0	0	10	0	0	10	0	—	-5	2
Expectativas de la actividad económica en general	0	4	5	1	0	10	-15	34	-15	-2
Solvencia de los consumidores	0	5	5	0	0	10	-25	26	-15	-3
Riesgos relativos a las garantías solicitadas	0	5	5	0	0	10	-25	26	-10	-5
CONDICIONES DE LOS PRÉSTAMOS/CRÉDITOS CONCEDIDOS										
Margen aplicado en los préstamos ordinarios	0	2	7	1	0	10	-5	28	-15	-2
Margen aplicado en los préstamos de mayor riesgo	0	3	6	1	0	10	-10	32	-20	-5
Garantías requeridas	0	3	6	1	0	10	-10	32	-10	-2
Plazo de vencimiento	0	1	8	1	0	10	0	24	-10	4
Gastos, excluidos intereses	0	2	7	1	0	10	-5	28	-10	1
PREVISIÓN DE OFERTA	0	6	4	0	0	10	-30	26	-15	-6
DEMANDA	0	5	4	1	0	10	-20	35	-10	1
FACTORES DE DEMANDA										
Gasto en bienes de consumo duraderos, como automóviles, mobiliario, etc.	0	3	6	1	0	10	-10	32	-10	1
Confianza de los consumidores	0	3	6	1	0	10	-10	32	-10	2
Adquisición de valores	0	1	9	0	0	10	-5	16	-5	-2
Ahorro de las familias	0	0	9	1	0	10	5	16	-5	2
Préstamos de otras entidades	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-2
Otras fuentes de financiación	0	0	10	0	0	10	0	—	0	-1
PREVISIÓN DE DEMANDA	0	6	3	1	0	10	-25	35	-5	-0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. En el caso de los factores y condiciones, un descenso (aumento) indica una contribución del correspondiente factor o condición al descenso (aumento) en la oferta o demanda, según el caso. Por tanto, no significa necesariamente un descenso (aumento) del factor o condición en sí mismo.

b. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable \times 1 + % de entidades que señalan cierto aumento \times 1/2 - % de entidades que señalan un cierto descenso \times 1/2 - % de entidades que señalan un descenso considerable \times 1.

	Número de contestaciones seleccionadas en cada opción				Número de respuestas	Indicador (a)		
	Efecto considerable	Cierto efecto	Sin efecto	No aplicable (b)		Media España	Media UEM	
EFECTO DE LAS RECIENTES PERTURBACIONES DE LOS MERCADOS DE CRÉDITO								
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS. ÚLTIMOS TRES MESES								
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	2	7	1	10	-10	-11	
Préstamos a grandes empresas	0	5	4	1	10	-25	-20	
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	0	3	7	0	10	-15	-5	
Préstamos a hogares para consumo y otros fines	0	1	9	0	10	-5	-3	
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
Préstamos a pequeñas y medianas empresas	0	4	5	1	10	-20	-18	
Préstamos a grandes empresas	0	5	4	1	10	-25	-25	
Préstamos a hogares para adquisición de vivienda	1	4	5	0	10	-30	-12	
Préstamos a hogares para consumo y otros fines	0	3	7	0	10	-15	-8	
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS A EMPRESAS POR FINALIDAD. ÚLTIMOS TRES MESES								
Inversiones en capital fijo	0	2	7	1	10	-10	-11	
Existencias y capital circulante	0	0	9	1	10	0	-6	
Operaciones de fusión y adquisición	1	4	4	1	10	-30	-31	
SOBRE LOS CRITERIOS APLICADOS A LOS NUEVOS CRÉDITOS A EMPRESAS POR FINALIDAD. PRÓXIMOS TRES MESES								
Inversiones en capital fijo	0	5	4	1	10	-25	-16	
Existencias y capital circulante	0	1	8	1	10	-5	-8	
Operaciones de fusión y adquisición	1	6	2	1	10	-40	-37	
DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. ÚLTIMOS TRES MESES								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	1	8	1	10	-5	-16	
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	0	2	6	2	10	-10	-37	
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	1	8	1	10	-5	-28	
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	2	3	3	2	10	-35	-41	
Titulización de préstamos a empresas (c)	2	3	1	4	10	-35	-56	
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (c)	2	5	0	3	10	-45	-61	
Otros mercados	1	0	0	9	10	-10		
DIFICULTAD PARA ACCEDER A LAS FUENTES HABITUALES DE FINANCIACIÓN AL POR MAYOR. PRÓXIMOS TRES MESES								
Mercado monetario a muy corto plazo (hasta una semana)	0	2	7	1	10	-10	-15	
Mercado monetario a corto plazo (más de una semana)	2	0	6	2	10	-20	-33	
Valores distintos de acciones a corto plazo	0	2	7	1	10	-10	-26	
Valores distintos de acciones a medio y largo plazo	2	4	2	2	10	-40	-40	
Titulización de préstamos a empresas (c)	2	5	0	3	10	-45	-54	
Titulización de préstamos para adquisición de vivienda (c)	2	6	0	2	10	-50	-56	
Otros mercados	1	0	0	9	10	-10		
INFLUENCIA DE LAS DIFICULTADES DE FINANCIACIÓN SOBRE EL IMPORTE Y EL MARGEN DE LOS PRÉSTAMOS A CONCEDER. PRÓXIMOS TRES MESES								
1. Dificultades de financiación vía titulización								
Efecto sobre el importe	2	5	2	1	10	-45	-56	
Efecto sobre el margen	1	6	2	1	10	-40	-55	
2. Dificultades de financiación en interbancario, mercado de valores y otros								
Efecto sobre el importe	2	2	2	4	10	-30	-35	
Efecto sobre el margen	3	1	2	4	10	-35	-50	
SOBRE EL COSTE DE LOS FONDOS PROPIOS Y LA DISPOSICIÓN A CONCEDER NUEVOS PRÉSTAMOS. PRÓXIMOS TRES MESES								
Influencia en el coste de los fondos propios	2	3	5	0	10	-35	-32	
Influencia en la disposición a conceder nuevos préstamos	0	4	6	0	10	-20	-21	

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable $\times 1 + %$ de entidades que señalan cierto aumento $\times 1/2 - %$ de entidades que señalan un cierto descenso $\times 1/2 - %$ de entidades que señalan un descenso considerable $\times 1$.

b. La entidad no realiza operaciones en dicha categoría de préstamos o no utiliza dicha fuente de financiación (según la pregunta).

c. Incluye tanto los créditos que son finalmente dados de baja en el balance contablemente como los que no.

El moderado descenso percibido por las entidades en la demanda de préstamos de las sociedades españolas, tras cuatro años de expansión continua, afectó a todas las categorías de crédito, excepto a los concedidos a corto plazo, que no variaron. La reducción fue mayor en los destinados a grandes compañías y en los de mayor plazo. Los principales factores explicativos de esta evolución que citan las entidades son las menores solicitudes de financiación asociadas a procesos de reestructuración de la deuda y, sobre todo, el cambio gradual del efecto asociado a las necesidades de fondos para acometer inversiones en capital fijo, existencias y capital circulante, que, habiendo tenido anteriormente un impacto positivo durante muchos períodos, pasó a no influir en el segundo trimestre del año en curso y a hacerlo en dirección opuesta durante el tercero. En cambio, este último factor fue el principal causante de que la demanda procedente de pequeñas y medianas empresas y para todo tipo de plazos siguiera creciendo, aunque ligeramente, en la UEM.

En el segmento de la financiación a los hogares para adquisición de vivienda, los criterios de aprobación aplicados se endurecieron levemente en el conjunto del área del euro y de forma más significativa en España, en ambos casos en respuesta a las perspectivas relativas al sector inmobiliario y a la actividad económica en general. Al mismo tiempo, las condiciones asumidas por los nuevos prestatarios en nuestro país fueron más exigentes, de manera que volvieron a ampliarse los márgenes y las garantías requeridas y a decrecer la relación préstamo-valor. Los gastos, excluidos intereses, se incrementaron, y solo los plazos de vencimiento se mantuvieron inalterados. En cuanto a la UEM, los créditos fueron concedidos también en condiciones algo menos favorables, excepto en lo referente a los márgenes ordinarios (que disminuyeron) y a los plazos de vencimiento (que aumentaron). El comportamiento percibido de la demanda de nuevos recursos fue también contractivo tanto en la zona del euro como, especialmente, en España, donde el indicador fue, en valor absoluto, ligeramente superior al del trimestre precedente. Las expectativas ligadas al mercado de la vivienda y los cambios en la confianza de los consumidores tuvieron una notable influencia en dicho desarrollo, a lo que debe unirse el menor recurso a esta vía como fuente para financiar gastos de consumo no relacionados con la adquisición de vivienda en nuestro país y el comportamiento de los créditos de otras entidades en el área del euro.

La evolución de las condiciones de oferta de crédito a las familias españolas para consumo y otros fines mostró un patrón de endurecimiento similar al del segundo trimestre del año. Al igual que entonces, este comportamiento se basó en los cambios en el valor de las garantías y en las variaciones en las expectativas asociadas a la solvencia de los consumidores y a la actividad económica en su conjunto. Las condiciones aplicadas fueron más severas (a excepción, de nuevo, de los plazos de vencimiento, que no variaron), si bien el endurecimiento fue menor que en el período anterior. En la UEM, los criterios de aprobación se mantuvieron básicamente inalterados, aunque las entidades sí fueron ligeramente más exigentes en todas las condiciones asociadas a los nuevos préstamos, a excepción de los plazos de vencimiento y de los gastos, excluidos intereses. En opinión de las entidades encuestadas, la demanda de este tipo de financiación retrocedió en el tercer trimestre en España (principalmente, a causa de los cambios en el gasto en bienes de consumo duradero y de la pérdida de confianza de los consumidores) y no experimentó cambios destacables en el área del euro.

Para el último trimestre del año, las entidades españolas anticipan un nuevo aumento del grado de exigencia de los criterios de aprobación, acompañado de un descenso en las solicitudes de nuevos fondos, para todos los segmentos del mercado crediticio. No obstante, se espera que los cambios sean algo menores que en el período anterior en el caso de la financiación a sociedades, y algo mayores en la destinada a hogares para consumo y otros fines. En la UEM, las previsiones también apuntan hacia un endurecimiento de las condiciones de

oferta, mientras que la demanda tendría un comportamiento expansivo para los préstamos a empresas, retrocedería para los destinados a la adquisición de vivienda por parte de las familias y no variaría para los asignados a consumo y otros fines.

El análisis de las contestaciones a las preguntas ad hoc específicas contenidas en la última Encuesta permite ahondar un poco más en el impacto de las recientes tensiones en los mercados financieros internacionales sobre la evolución de la oferta de fondos de las entidades. Así, en el cuadro 2 puede observarse cómo, de acuerdo con las respuestas obtenidas, las perturbaciones acaecidas en los mercados de crédito se han traducido en unos criterios de aprobación de nuevas operaciones más exigentes en España y en la UEM. Este desarrollo ha sido especialmente acusado para los préstamos concedidos a sociedades (sobre todo, a las de mayor tamaño) y, en nuestro país, también a hogares para adquisición de vivienda. Asimismo, dentro del segmento de empresas, el impacto ha sido más evidente sobre la oferta de fondos para financiar operaciones de fusión y adquisición. Cabe destacar que prácticamente en todos los segmentos analizados se espera que el efecto sea algo mayor en el cuarto trimestre. Las principales diferencias entre las entidades españolas y las del conjunto de la zona del euro se registran, en este sentido, en la financiación a hogares.

Un buen número de entidades europeas señaló haber detectado ciertas dificultades para acceder a las fuentes de financiación al por mayor habituales durante el tercer trimestre del año. En España, esas dificultades fueron menores en lo que se refiere a los mercados de valores a corto plazo e interbancario. De cara a los próximos tres meses, se espera que esta situación se mantenga y que influya tanto en las cantidades como en los precios de los nuevos créditos que se concedan. Del mismo modo, se anticipa un aumento en los costes relacionados con los fondos propios, que podría también contribuir a elevar el nivel de exigencia de los criterios y las condiciones para la concesión de nuevos préstamos.

10.10.2007.

DEUDA EN MONEDA LOCAL Y REDUCCIÓN DE LA VULNERABILIDAD FINANCIERA
EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes

Este artículo ha sido elaborado por Paloma Acevedo, Enrique Alberola y Carmen Broto, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales¹.

Introducción

La ratio de deuda pública sobre el PIB y el endeudamiento exterior son indicadores cruciales para determinar la vulnerabilidad financiera y fiscal de un país. Por un lado, una ratio de deuda pública elevada puede poner en peligro la sostenibilidad de las finanzas públicas y, en última instancia, la solvencia del país. Por otra parte, una elevada proporción de exposición al tipo de cambio o al capital exterior en la composición de la deuda puede empeorar rápidamente la posición del sostenibilidad en períodos de turbulencia financiera, en los que se producen problemas de acceso a los mercados externos y movimientos bruscos en los mercados cambiarios y de deuda.

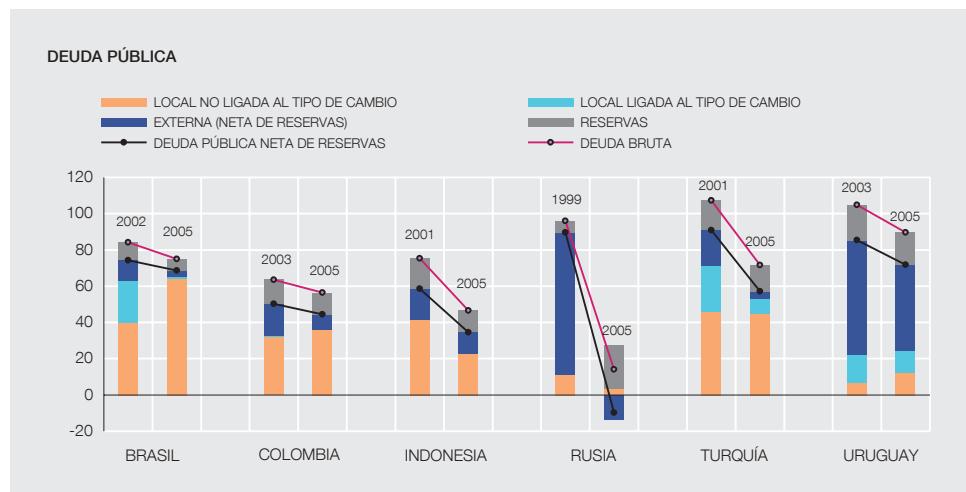
Este ha sido a menudo el caso en las llamadas «economías emergentes», que se han caracterizado tradicionalmente por su dependencia de los flujos de capitales del exterior y, por tanto, por una elevada sensibilidad a los cambios en las condiciones financieras internacionales. La denominación en moneda extranjera de gran parte de la deuda (externa y también interna) en estos países se ha explicado por las dificultades para emitir en moneda local, debido a la escasa reputación del emisor soberano. Este fenómeno ha sido conocido en la literatura como pecado original [Eichengreen y Hausman (1999)] y ha sido particularmente acusado en las economías latinoamericanas.

En los últimos años, la situación financiera y fiscal ha mejorado significativamente en muchas economías emergentes. La reducción de la deuda pública sobre el PIB ha venido acompañada simultáneamente, y con mayor intensidad generalmente, por una disminución de la proporción de deuda denominada en moneda extranjera sobre el total de estos países, lo que supone una clara mejora en la composición de su deuda, al reducir su exposición ante posibles depreciaciones de su divisa en períodos de turbulencia financiera. Así, esta evolución reciente ha sido considerada como un gran avance para robustecer las perspectivas financieras de estas economías mediante la reducción de sus vulnerabilidades.

El objetivo de este artículo es evaluar cualitativa y cuantitativamente la reducción de la vulnerabilidad derivada de esta mayor importancia relativa de la deuda en moneda local. Se describen en primer lugar la evolución y la composición de la deuda pública en un reducido grupo de economías emergentes, para descomponer después la variación de la estructura de la deuda. Esta descomposición permite diferenciar qué parte de dicha variación se debe a los movimientos del tipo de cambio y qué parte a otras razones, en particular a una gestión de la política de deuda encaminada a reducir su exposición externa.

El análisis cuantitativo se divide en dos partes: en primer lugar, se desarrolla un ejercicio que consiste en determinar cuál hubiera sido la evolución de la deuda hasta el 2005 bajo el supuesto alternativo de que no se hubiera verificado un cambio en la composición de la deuda. Este tipo de ejercicio recibe el nombre de «contrafactual» y es útil en este contexto para obtener un cálculo aproximado del impacto de las políticas de gestión de deuda, medido en términos

1. Este artículo está basado en *Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crises-prone countries*, Documentos de Trabajo, n.º 0733, Banco de España, de los mismos autores. Para más detalles sobre los datos utilizados y las características metodológicas, véase el documento de referencia.



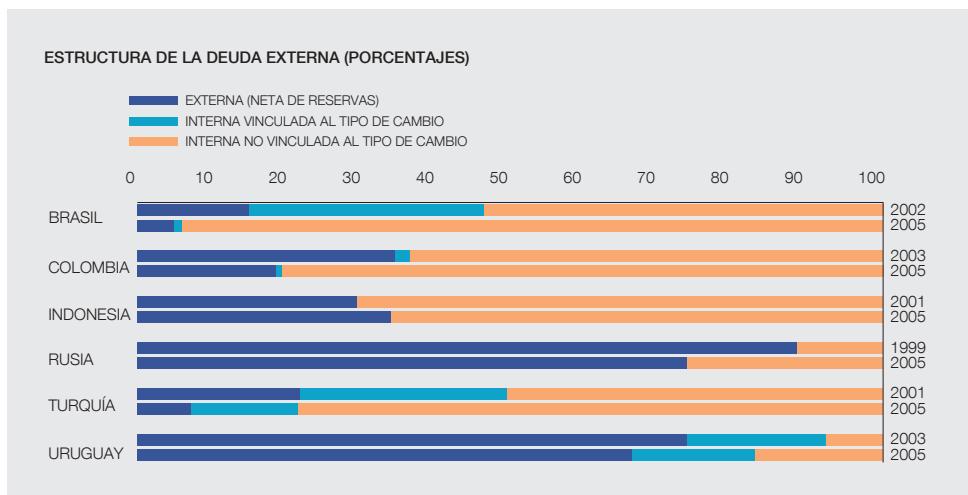
FUENTES: Estadísticas nacionales y cálculos propios.

de la ratio de deuda sobre el PIB. Seguidamente, se simula un escenario de turbulencia económica y financiera para el período 2006-2008, para desarrollar una prueba de estrés (*stress test*) bajo el nivel y la estructura actual de la deuda, y, alternativamente, los que habrían existido en ausencia de políticas de gestión de deuda, es decir, bajo el escenario contrafactual. A través de la comparación de ambos escenarios de estrés, es posible evaluar si efectivamente se ha producido una reducción de la vulnerabilidad, medida como la diferencia entre las ratios de deuda pública entre ambos escenarios, y hasta qué punto las políticas de deuda han contribuido a tal reducción.

La reducción de la deuda denominada en moneda extranjera

El estudio se centra en seis economías emergentes tradicionalmente proclives a la inestabilidad financiera: Brasil, Colombia, Indonesia, la Federación Rusa, Turquía y Uruguay, que son una muestra representativa de las principales regiones emergentes. El gráfico 1 recoge la variación en la ratio y composición de la deuda sobre el PIB entre el año en el que aquella alcanzó un máximo en la última década —que, en la mayoría de los casos, coincide con episodios de turbulencia financiera— y finales de 2005. La medida utilizada es la deuda pública total neta de reservas exteriores. Esta elección de variable se explica por tres razones: en primer lugar, por ser un concepto que refleja adecuadamente los cambios en la vulnerabilidad exterior; segundo, por la importancia que la acumulación de reservas ha tenido en los últimos años, y, por último, para permitir una utilización homogénea de los datos disponibles en los países de la muestra. La deuda neta de reservas se descompone en deuda externa (emitida en mercados de deuda internacionales) y deuda local (emitida en mercados de deuda nacionales). También se distingue, dentro de la deuda interna, entre la vinculada al tipo de cambio y la vinculada a la moneda local.

En todos los países se observa una notable reducción de la ratio de deuda, tanto bruta como neta de reservas, lo cual era de esperar, puesto que se parte de niveles máximos. En todo caso, es llamativa la fuerte caída en algunas ocasiones. Rusia es el más relevante, ya que la deuda pública neta de reservas se redujo cerca de 99 puntos porcentuales (pp) del PIB entre 1999 y 2005, hasta volverse negativa, debido a una notable acumulación de reservas. En Turquía e Indonesia la reducción fue de 34 pp y de 24 pp del PIB, respectivamente, entre 2001 y 2005. También Brasil constituye otro ejemplo de esta dinámica de reducción de la deuda, ya que en 2002 la deuda neta de reservas era del 74% del PIB, mientras que en 2005 disminuyó



FUENTES: Estadísticas nacionales.

hasta el 68%. En Uruguay y Colombia, este tipo de deuda se redujo entre 2003 y 2005 alrededor del 13% y 6% del PIB, respectivamente.

Para el propósito del artículo, tiene más interés observar la reducción de la proporción de deuda denominada en moneda extranjera —que incluye la deuda externa y la local denominada en (o indicada a) una divisa exterior sobre el total—. En el gráfico 2 se representan ambas definiciones de deuda en moneda extranjera junto con la deuda interna en moneda local, en los dos períodos de referencia. La proporción de deuda denominada en moneda extranjera cae de modo más acusado en Brasil, Turquía y Colombia, donde se reduce en 40 pp, 28 pp y 18 pp, respectivamente. En ambos países de América Latina también destaca la reducción de emisiones de deuda interna vinculada al tipo de cambio, hasta el punto de que en Brasil este tipo de deuda desapareció en 2006. Únicamente en Indonesia ha aumentado la proporción de deuda externa en los últimos años.

Factores determinantes de la recomposición de la estructura de la deuda

Las principales razones que explican esta evolución de la deuda pública y de la proporción de deuda denominada en moneda extranjera son dos. La reducción de ambas se ha visto muy influida, en primer lugar, por un contexto de condiciones financieras internacionales muy favorables, dada la apreciación de los tipos de cambio nominales de los países emisores y la disminución de los diferenciales soberanos, y, en segundo lugar, por el desarrollo de políticas específicas encaminadas a reducir la proporción de deuda en moneda extranjera.

En períodos de bajo crecimiento, deterioro de las condiciones financieras y depreciación del tipo de cambio real, la ratio de deuda tiende a aumentar, especialmente en aquellos países en los que una predomina, la denominada en moneda extranjera. De modo análogo, los períodos de elevado crecimiento suelen estar acompañados por apreciaciones reales del tipo de cambio, que pueden hacer disminuir drásticamente las ratios de deuda y afectar a su estructura, sesgándola hacia la moneda local. Esto ha ocurrido en los últimos años, en los que, tras los episodios de crisis, las recuperaciones cambiarias han sido generalizadas. Así, por ejemplo, el rublo ruso se ha apreciado un 64% en términos reales entre 1999 y 2005, la lira turca un 44% entre 2001 y 2005, y el real brasileño un 26% entre 2002 y 2005. La rupia indonesia es la única moneda de la muestra que se depreció entre 2003 y 2005 (un 6%), y este es precisamente el único país donde la proporción de deuda denominada en moneda extrajera ha aumentado durante el período de referencia. Este período favorable para los mercados emergentes tam-



FUENTE: Datastream.

bién es confirmado por la evolución de los diferenciales soberanos, que se han reducido en un contexto de entradas de capital en aumento. El diferencial derivado del índice EMBI, que mide el riesgo de crédito soberano en los mercados secundarios internacionales de deuda, disminuyó desde enero de 1999 a octubre de 2006 alrededor 900 puntos básicos (pb). El gráfico 3 ilustra esta favorable evolución de las dos variables financieras para el caso de Brasil, país que servirá de ejemplo ilustrativo en el resto del artículo.

Otro factor que contribuye a este contexto financiero favorable y a la reducción de la deuda ha sido la buena evolución de las tasas de crecimiento del PIB en todas las regiones emergentes, en un entorno de notable crecimiento global. Por ejemplo, el crecimiento interanual del PIB en 2005 para regiones emergentes como Asia emergente, Europa central y oriental y América Latina fue del 9%, 5,4% y 4,3%, muy por encima de las cifras para las economías desarrolladas (2,6%).

En este período se han producido cambios profundos en la política de gestión de la deuda. Los episodios de crisis pasadas dieron lugar a incrementos drásticos de la deuda y a fuertes desajustes de balance —es decir, desajustes derivados de la distinta denominación en divisas de las partidas de activo y pasivo—, que afloran cuando se produce un episodio de acusada depreciación de la divisa local. Estas experiencias han puesto de manifiesto que la reducción de la exposición de las finanzas públicas al tipo de cambio es fundamental para robustecer las bases financieras de la economía. En los últimos años, muchos países emergentes han instrumentado una estrategia muy activa para reducir la vulnerabilidad externa. Elementos fundamentales de esa estrategia son la emisión de deuda pública en moneda local y el desarrollo de mercados financieros internos que den mayor liquidez a ese tipo de emisiones [véase BIS (2007)]. No obstante, existen otros factores de oferta y de demanda que también explican el desarrollo de estos mercados. Por el lado de la oferta, cabe destacar que las propias instituciones financieras también son ahora menos proclives a endeudarse en divisas. Además, por el lado de la demanda, la expansión de una base de ahorro local demandante de deuda en moneda nacional ha favorecido igualmente el desarrollo de estos mercados e instrumentos, gracias al auge de los fondos de pensiones y de otros inversores institucionales locales.

Es importante subrayar que ambos factores —las condiciones financieras benignas y las políticas de gestión de la deuda— están muy relacionados, ya que, por un lado, los cambios discretionales en la composición de la deuda se ven favorecidos por las condiciones finan-

ras favorables y, por otro lado, las expectativas de apreciación del tipo de cambio, que normalmente acompañan a la buena situación económica y financiera, hacen aumentar la demanda relativa de activos denominados en moneda local y, por tanto, la capacidad de las autoridades de colocar este tipo de deuda en el mercado.

No obstante, la consideración de ambos factores da lugar a una paradoja que vale la pena señalar. En un contexto de apreciación de la divisa local y con una perspectiva de corto plazo, las autoridades tendrían incentivos para mantener o aumentar la proporción de deuda denominada en moneda extranjera, ya que el impacto de la apreciación sobre la caída de la ratio de deuda sería mayor. Por el contrario, una mayor proporción de deuda denominada en moneda local, favorecida por esta gestión de la deuda, puede implicar un coste de corto plazo, ya que la reducción de la deuda producida a raíz de la apreciación del tipo de cambio será menor que bajo el supuesto de una mayor proporción de deuda denominada en moneda extranjera. Esta aparente paradoja subraya la importancia que otorgan las autoridades de estos países a conseguir una estructura de deuda más equilibrada y sesgada hacia la deuda local.

Pero el cambio en la estructura de la deuda reduce la vulnerabilidad frente a turbulencias financieras, lo que debería suponer una ganancia de largo plazo. En ese caso, el tipo de cambio se depreciará bruscamente: si se ha producido previamente una reducción en la proporción de la deuda denominada en moneda extranjera sobre la deuda total, el país podrá absorber mejor el impacto del escenario negativo. En el caso contrario, si la deuda en moneda extranjera es muy elevada, la ratio de deuda sobre el PIB aumentará, lo que puede poner en marcha, a través del deterioro adicional de las expectativas de los agentes, un círculo vicioso que ponga en peligro la sostenibilidad de la deuda.

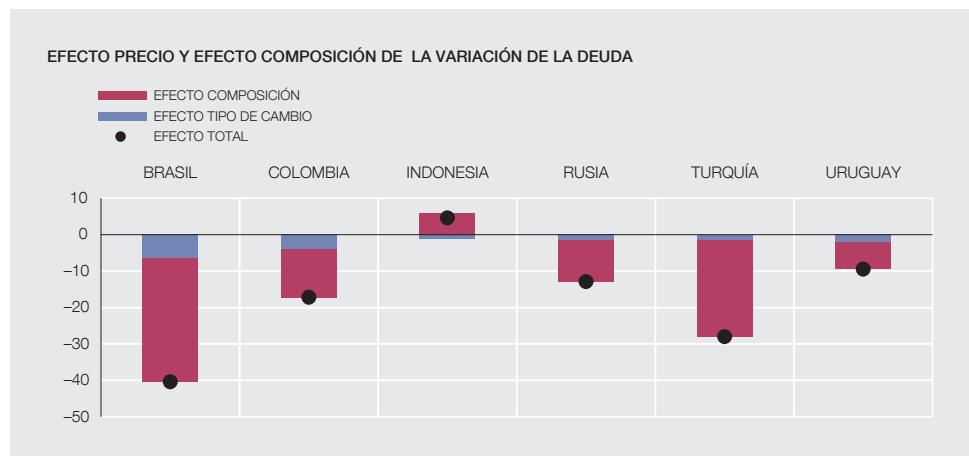
El siguiente análisis permite comparar cuantitativamente los costes a corto plazo y las ventajas a largo plazo de la reducción de la proporción de deuda denominada en moneda extranjera.

El primer paso para abordar esta cuestión consiste en identificar la contribución del tipo de cambio a la reducción en la proporción de deuda en moneda extranjera sobre el total de deuda y separarla del resto de factores, que recogen, entre otros, las políticas discrecionales de las autoridades. Es relativamente sencillo realizar aritméticamente esta descomposición entre efecto precio y efecto composición. Además, en el resto del análisis, con el fin de simplificar, se identificará el efecto composición con las políticas de gestión de la deuda por parte de las autoridades.

La contribución del tipo de cambio a la variación de la deuda en moneda extranjera se deriva multiplicando la variación del tipo de cambio sobre la ratio inicial de deuda sobre PIB, dada su composición en ese momento; por otro lado, el cambio discrecional se obtiene calculando el efecto composición puro, es decir, el cambio en la composición de la deuda que se hubiera producido si el tipo de cambio se hubiera mantenido constante. La suma de ambos efectos no necesariamente suma la variación total de la ratio de deuda externa sobre deuda total, por lo que se asignan los residuos a ambos factores de modo proporcional².

El gráfico 4 representa la contribución del tipo de cambio y de las políticas de gestión de deuda a la variación total en la proporción de deuda denominada en moneda extranjera para los

2. Véase Acevedo, Alberola y Broto (2007) para una explicación más detallada del cálculo de ambos efectos, así como la explicación gráfica y analítica de por qué la suma de ambas proporciones no coincide con la variación total de las ratios de deuda denominada en moneda extranjera sobre deuda total.



FUENTES: Estadísticas nacionales.

seis países entre los dos años de referencia³. Es notable que, pese a la fuerte apreciación del tipo de cambio, el efecto de las políticas de gestión domina en todos los países, salvo en Indonesia, el único país en que aumenta la ratio de deuda denominada en moneda extranjera sobre el total, aumento al que contribuyen las políticas de las autoridades. El mayor impacto de las políticas de gestión de la deuda en términos absolutos corresponde a Brasil (34 pp del PIB de los 40 pp de la reducción); en términos relativos es aún más importante en Turquía: el 26% de la reducción del 28% (es decir, más del 90%) se debe a dicho factor. Si se considera el promedio de los cinco países en donde se reduce la proporción de deuda denominada en moneda extranjera, el 85% de esta reducción se puede atribuir al impacto de las políticas de gestión de la deuda.

**El marco de análisis:
la ecuación dinámica
de la deuda**

La preferencia reciente hacia los instrumentos en moneda local en la estructura de la deuda se explica por el deseo de reducir la vulnerabilidad financiera en caso de crisis. Con el fin de obtener una medida cuantitativa de la reducción de la vulnerabilidad, es conveniente establecer el marco de análisis a partir de la ecuación dinámica de la deuda pública, que determina la evolución temporal de la ratio entre esta y el PIB. La dinámica de la deuda se define como insostenible cuando, bajo un escenario previsto de evolución de las variables económicas que la determina, la ratio de deuda sobre el PIB creciera sin límite, lo que haría que, en un futuro más o menos cercano, no se pudiera hacer frente a los pagos derivados de la deuda, es decir, sería insostenible. De este modo, la ratio de deuda sobre el PIB ha sido un instrumento tradicionalmente utilizado para evaluar la posición financiera y fiscal de un país, y constituye una herramienta comúnmente utilizada por organismos como el FMI y los analistas financieros. Además, durante los últimos años ha habido un renovado interés por este tipo de análisis, basado en la dinámica de la deuda sobre el PIB, con el fin de evaluar su resistencia bajo posibles escenarios de riesgo.

El escenario base para determinar la evolución futura de la deuda utiliza previsiones sobre las variables económicas y financieras que forman parte de la ecuación dinámica de la deuda. Este escenario base sirve de referencia al ejercicio y, a partir de él, se construyen las diferentes

3. Utilizamos como referencia para este ejercicio la deuda pública neta de reservas, excepto en el caso de Rusia, donde esta es negativa. Este cambio de signo distorsiona los resultados y los hace incoherentes, por lo que se utiliza la deuda bruta.

pruebas de estrés (*stress test*). Estas pruebas consisten en evaluar cómo respondería la ratio de deuda ante una situación de turbulencia, es decir, ante un deterioro acusado de las variables reales y financieras.

La ecuación dinámica de la deuda establece que su variación (en porcentaje sobre el PIB) en un período depende de la evolución del saldo primario y del nivel de deuda sobre el PIB al inicio del período. Esta última variable entra en la ecuación dinámica de la deuda, multiplicada por un factor que se puede denominar β , de tal modo que en cada período la evolución de la deuda puede escribirse como:

$$\text{Variación de la deuda/PIB} = \beta \times \text{Deuda sobre PIB inicio del período} - \text{Saldo primario}$$

donde, tras algunas simplificaciones algebraicas, el valor de β se deriva, aproximadamente, de la siguiente expresión:

$$\begin{aligned} \beta = & \text{Coste de la deuda} - \\ & - (\% \text{Deuda en moneda local}) \times \text{Crecimiento del PIB} + \\ & + (\% \text{Deuda en moneda extranjera}) \times \text{Depreciación del tipo de cambio} \end{aligned}$$

Cuanto mayor sea el valor que toma β , más peligrosa será la dinámica de la deuda, por lo que resulta fundamental para determinar la intensidad en su crecimiento, dados su nivel inicial y el saldo primario.

Dos consideraciones son importantes respecto a β . La primera es que su evolución es muy sensible al comportamiento de las principales variables financieras: tipo de interés, inflación y tipo de cambio; la segunda es que esta sensibilidad depende crucialmente de la proporción de deuda denominada en moneda extranjera, porque, como se aprecia en la expresión, amplifica el impacto de la depreciación cambiaria sobre el crecimiento de la deuda. Las turbulencias financieras tienden a afectar negativamente a todas las variables: reducen la tasa de crecimiento, hacen más difícil la consecución de saldos fiscales primarios, incrementan el tipo de interés, etc. De entre estas, las variables más sensibles y que tienden a sufrir un deterioro mayor son el coste de financiación en moneda extranjera —que se refleja en los diferenciales soberanos— y el tipo de cambio nominal, que suele depreciarse, en numerosas ocasiones, de modo intenso. Las dinámicas negativas en la evolución de la deuda suelen venir realimentadas por las expectativas, pues la percepción y la constatación de que la deuda se incrementa rápidamente en estos casos suelen inducir deterioros adicionales en las variables financieras.

Análisis empírico:
Evolución y estructura de la deuda y reducciones de la vulnerabilidad

A partir de la expresión para la dinámica de la deuda, es posible analizar empíricamente las implicaciones que tiene la evolución de las variables determinantes y de la estructura de la deuda pública sobre la vulnerabilidad financiera de los países considerados. La vulnerabilidad de la deuda se mide a través de la ratio de deuda sobre el PIB y, más concretamente, considerando la diferencia entre los incrementos de tal ratio en situaciones de turbulencia financiera. Las fuentes de los datos son estadísticas nacionales, del gobierno o del banco central, mientras que para las previsiones —necesarias para elaborar el escenario base y las pruebas de estrés— se utilizan diferentes fuentes, como el FMI y las previsiones de consenso de los analistas.

En esta sección se mostrará, en primer lugar, a través de un ejercicio contrafactual, cómo la reducción de la proporción de deuda vinculada al tipo de cambio puede actuar en contra de la reducción del nivel de deuda sobre el PIB, para después pasar a analizar, a través de pruebas de estrés, cómo los cambios en la estructura de la deuda afectan a su vulnerabilidad.

	BRASIL	COLOMBIA	INDONESIA	RUSIA (b)	TURQUÍA	URUGUAY
DATO EFECTIVO	68,5	44,4	34,6	14,5	57,1	71,9
EJERCICIO CONTRAFACTUAL (c)	60,0	43,8	34,4	14,7	47,3	72,3
Diferencia contrafactual-dato	-8,5	-0,6	-0,2	0,2	-9,8	0,4
PROYECCIONES Y ESTRÉS (2008)						
ESCENARIO BASE	59,2	39,6	23,6	-19,6	43,9	61,6
ESTRÉS SOBRE DATO EFECTIVO	73,0	48,9	28,9	13,5	119,6	129,8
ESTRÉS SOBRE CONTRAFACTUAL	83,3	48,8	28,5	17,6	118,3	133,7
Diferencia en estrés contrafactual-dato	10,3	-0,1	-0,4	4,1	-1,3	3,9

FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

a. Deuda pública total neta de reservas exteriores.
b. Deuda pública bruta (% del PIB).

En la práctica, la realización del ejercicio empírico está dificultada por la limitación de datos, sobre todo teniendo en cuenta el enfoque adoptado, centrado en el impacto de la composición de la deuda sobre su dinámica. Los problemas se concentran en la medición del coste financiero real o tipo de interés de cada tipo de deuda, unos datos que no aparecen en las estadísticas utilizadas. Por ello, es preciso encontrar una aproximación al coste real de la deuda denominada en moneda local y en moneda extranjera. A partir de los datos referentes a los pagos de intereses de la deuda pública, se puede definir una variable que aproxima el tipo de interés medio de la deuda, dividiendo estos pagos por el monto total de la deuda, en términos del PIB. Por otro lado, se considera que el tipo de interés real de la deuda denominada en moneda extranjera puede ser aproximado por la suma del diferencial soberano de crédito de ese país más el tipo de interés a diez años en Estados Unidos. A partir de ambos datos —tipo de interés implícito de la deuda y tipo de interés de la deuda en moneda extranjera—, es posible derivar una estimación del tipo de interés de la deuda denominada en moneda local.

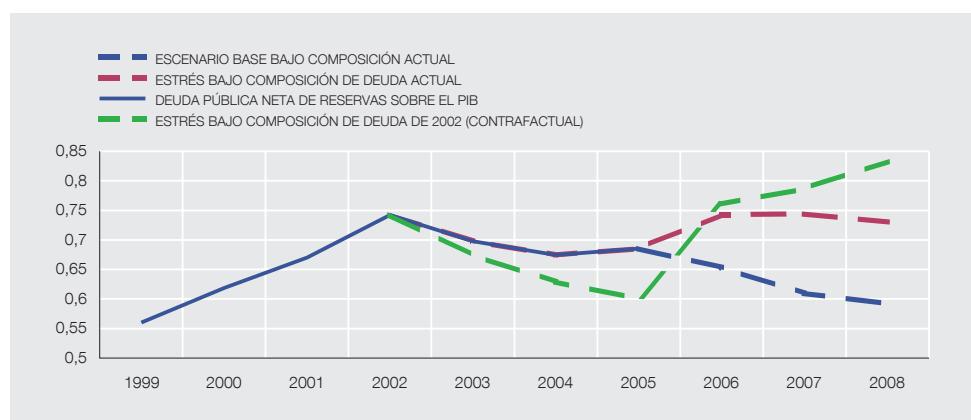
**EJERCICIO CONTRAFACTUAL.
LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA
SIN POLÍTICAS DE GESTIÓN**

La estructura de la deuda está en parte determinada por la evolución del tipo de cambio. De hecho, en el gráfico 4 se demostró que una parte significativa de la reducción en la deuda en moneda extranjera se ha debido a la evolución del tipo de cambio, aunque ha sido el efecto composición puro el que ha tenido un papel más importante. El paso siguiente es responder a la aparente paradoja de que una reducción de la deuda en moneda extranjera puede haber tenido un impacto desfavorable sobre la ratio de deuda.

La pregunta que se plantea en el ejercicio contrafactual es la siguiente: ¿cuál sería el nivel de la deuda en la actualidad neta del efecto composición, es decir, si no hubiera existido una política activa de gestión de la deuda? La segunda línea del cuadro 1 responde a esta pregunta y, para el caso de Brasil, el resultado se observa en el gráfico 5. La línea azul representa la trayectoria observada de la deuda pública, y, al eliminar el efecto composición puro, se obtiene la línea verde. La senda de la deuda observada desciende desde el 74% del PIB hasta el 68%, pero esta caída es mucho más fuerte, hasta alrededor del 60% en 2005, si se elimina el efecto composición puro. La razón es que la disminución de la deuda en moneda extranjera no permite aprovechar completamente la apreciación de la divisa. En resumen, para Brasil, la pérdida implícita, en términos de puntos porcentuales de deuda sobre el PIB, derivada de la gestión de deuda del gobierno, es de 8,5 pp sobre el PIB. Por lo tanto, esta magnitud puede considerarse una medida de los costes de oportunidad de sustituir deuda vinculada al tipo de cambio por deuda en moneda local.

ESCENARIO BASE Y DE ESTRÉS EN BRASIL
Puntos porcentuales del PIB

GRÁFICO 5



FUENTES: Estadísticas nacionales y Banco de España.

Los resultados del ejercicio contrafactual para el resto de países apuntan en la misma dirección. En Turquía, las políticas de gestión de la deuda también han sido muy relevantes. Allí, el ejercicio contrafactual muestra que la deuda se habría situado, en 2005, 10 pp de PIB por debajo del dato observado. En cambio, en el resto de países, donde la reducción de la proporción de deuda denominada en moneda extranjera sobre la deuda total ha sido relativamente pequeña o nula, o donde el tipo de cambio no se ha apreciado sustancialmente, la diferencia entre la trayectoria observada de la deuda pública y la que habría tenido bajo el supuesto de composición constante e igual a la del año de la crisis es también pequeña (esta diferencia representa menos de 1 pp del PIB de cada país).

Brasil y Turquía representan los casos de costes de oportunidad significativos derivados de la disminución de la proporción de deuda denominada en moneda extranjera. Sin embargo, algunas salvedades importantes permiten obtener una visión más matizada de estos costes de oportunidad. La más importante es que se trata de un ejercicio de equilibrio parcial. En el contrafactual se asume que el resto de variables es insensible a una u otra política de gestión de deuda, pero debe reconocerse que este supuesto es extremo. Como ya se ha mencionado anteriormente, las autoridades fiscales probablemente no hubieran podido desarrollar tan intensamente los mercados de deuda locales bajo condiciones financieras más rigurosas. Además, la propia evolución del tipo de cambio no es ajena a la trayectoria de la composición de la deuda: la reducción en la deuda externa afecta a las expectativas de los agentes y ha contribuido probablemente a añadir presiones apreciadoras en el tipo de cambio y a fomentar una mayor acumulación de reservas (y, por tanto, una mayor reducción de la deuda neta de reservas).

En resumen, bajo la perspectiva propuesta en esta sección, puede parecer que la instrumentación de políticas para reducir la parte de la deuda denominada en moneda extranjera sobre el PIB total ha tenido ciertos costes en términos de reducción de la deuda. Este posible coste a corto plazo debe ser comparado con las ventajas derivadas de una estructura de la deuda menos dependiente del tipo de cambio en el caso de turbulencias financieras.

PRUEBAS DE ESTRÉS
Y REDUCCIÓN
DE LA VULNERABILIDAD
FINANCIERA

El marco estándar de análisis de la sostenibilidad basado en el ejercicio de pruebas de estrés (*stress test*) consiste en diseñar un escenario bajo el supuesto de turbulencia comparable con episodios de crisis pasadas y comprobar si la vulnerabilidad efectivamente se ha reducido en comparación con un escenario base.

Por lo tanto, el primer paso del análisis de sostenibilidad de la deuda es definir el escenario base. Para simular la trayectoria futura de la deuda, es necesario obtener las previsiones de las variables económicas incluidas en la ecuación dinámica de la deuda, que en nuestro caso se obtienen para un horizonte de tres años (2006, 2007 y 2008) a partir de diversas fuentes⁴. En segundo lugar, se diseña un escenario de estrés que replique el episodio de turbulencia financiera más reciente que hayan sufrido los países objeto de análisis y que coincide con los años en que se registró una mayor deuda sobre el PIB, según las fechas de referencia consideradas anteriormente. A todas las variables en la ecuación de la dinámica de la deuda se aplican las tasas de variación correspondientes al año de crisis.

Las previsiones del escenario base y de las pruebas de estrés así construidas se representan en las filas inferiores del cuadro 1 para todos los países, y en el gráfico 5 para el caso de Brasil. La línea azul a trazos representa el escenario base, mientras que la línea a trazos rojos representa la dinámica de la deuda bajo el escenario de estrés. En ambas sendas de evolución de la deuda se toma como referencia su estructura en 2005. En el escenario base —bajo el que continuarían las condiciones financieras favorables—, la deuda neta de reservas disminuiría suavemente hacia el 60% del PIB, mientras que, como es de esperar, en el escenario de estrés la deuda aumenta, para estabilizarse después en torno al 70%.

Para los otros cinco países analizados, las previsiones bajo el escenario base también reflejan una caída paulatina de la deuda, que es más intensa en algunos de ellos, como Rusia o Indonesia. Del mismo modo, los escenarios de estrés también suponen un fuerte incremento de la ratio de deuda sobre el PIB, más acusado incluso que en Brasil para los casos de Colombia, Turquía y Uruguay.

El principal objetivo de este ejercicio es medir el impacto del cambio en la composición de la deuda pública sobre la vulnerabilidad financiera en caso de turbulencia. Para ello, hay que comparar la línea roja con una aproximación a la evolución que experimentaría la deuda en caso de que su estructura no se hubiera visto afectada por una política sesgada hacia la deuda local. Hay que tener en cuenta dos consideraciones importantes: i) que, si ese fuera el caso, la ratio de deuda sobre el PIB hubiera sido diferente, y ii) que, en todo caso, la estructura de la deuda se hubiera visto afectada por la evolución del tipo de cambio (que, como se ha señalado, se supone exógena). Precisamente, estas son las consideraciones que se reflejan en el ejercicio contrafactual en la sección anterior, en la que se estimaba la ratio de deuda sobre el PIB si no hubiera habido políticas de gestión de la deuda, representado en la línea verde.

Por lo tanto, la trayectoria que se ha de comparar con el escenario de estrés bajo la composición actual (línea roja) es la línea verde a trazos del gráfico 5, que proyecta el ejercicio contrafactual replicando el escenario de estrés anterior. Esta línea se puede denominar «estrés contrafactual», que muestra una pendiente mucho más acusada que la línea roja, debido a que la depreciación del tipo de cambio y el mayor riesgo soberano inciden mucho más sobre una estructura de la deuda más expuesta a la moneda extranjera. En concreto, bajo este escenario se estima para Brasil un incremento de la deuda de 16 pp del PIB, de tal modo que, a pesar de que se parte de un nivel de deuda más reducido, la intensidad del incremento da lugar, ya en el primer año, a una deuda mayor que en caso de estrés bajo la estructura actual. La brecha positiva entre las líneas a trazos verde y roja se amplía hasta alrededor de 10 pp del PIB al cabo de tres años. Además —a diferencia de la línea roja, que se estabiliza—, en el

4. En concreto, se utilizan documentos que recogen previsiones medias de los analistas como LatinFocus y Consensus Forecast y las previsiones del FMI entre los años 2003 y 2006.

estrés contrafactual la deuda sigue creciendo, lo que sugiere una situación de dinámica insostenible bajo el escenario considerado.

La brecha final entre ambas líneas puede ser considerada como la ganancia neta de la política de gestión de deuda en Brasil. Esta es la cifra que aparece en la última fila del cuadro 1 y constituye una medida de la reducción de la vulnerabilidad. En otras palabras, el coste de oportunidad de corto plazo —en términos de una ratio mayor de deuda— de instrumentar políticas para incrementar la proporción de deuda en moneda local se vería más que compensado por «las ganancias de largo plazo» en términos de reducción de la vulnerabilidad en caso de turbulencia financiera. Los escenarios de estrés para el resto de los países se pueden también analizar de forma similar a Brasil, aunque los efectos netos de las ganancias en términos de menor vulnerabilidad son mucho menores y, en algunos casos (Colombia, Indonesia y Turquía), apenas hay diferencias significativas entre ambos escenarios, debido a una evolución menos volátil del tipo de cambio o a una menor discrepancia entre la evolución de las variables financieras internas y externas.

Finalmente, para comprobar la robustez de las pruebas de estrés, se han repetido bajo dos supuestos alternativos. Primero, siguiendo la metodología empleada en la mayoría de los informes sobre países del FMI, es decir, sumando dos desviaciones típicas en la evolución de las diferentes variables en el escenario base; en segundo lugar, se ha construido un escenario alternativo a partir de la media de los seis países para cada variable del escenario de estrés basado en el criterio histórico. Los resultados, en general, son robustos bajo las tres alternativas, tanto en términos cualitativos como cuantitativos.

Una interpretación directa de estos resultados es que, con la excepción del Brasil (y, en menor medida, de Rusia y Uruguay), el esfuerzo de recomposición de la deuda puede no parecer rentable en términos de reducción de la vulnerabilidad bajo un escenario de turbulencia financiera. Sin embargo, es importante subrayar otros elementos que apuntan a que la divergencia entre el incremento de la deuda en el caso de una composición más expuesta a las variables externas en relación con la estructura actual sería mayor que el recogido en la comparación del ejercicio de estrés. La razón es que las trayectorias de las variables financieras están muy determinadas por las expectativas de los agentes. Es difícil admitir —como se supone en el ejercicio— que la reacción de los mercados sería similar si se compara el deterioro suave que implica la línea roja con el drástico aumento en deuda bajo una estructura menos favorable en caso de turbulencia, tal y como se representa en la línea verde. Por consiguiente, se podría esperar que, en este segundo caso, la evolución de las variables financieras fuera más negativa y, con ello, la magnitud de la crisis fuera mayor que lo asumido en el ejercicio. Este problema de endogenidad implica que la diferencia de crecimiento de la deuda entre ambos casos sea un umbral mínimo, lo que significa que el ejercicio subestima la ganancia neta.

Conclusiones

En este artículo se ha evaluado el impacto que tiene sobre la vulnerabilidad financiera la reducción de la deuda denominada en moneda extrajera en un grupo de países emergentes. Durante los últimos años se han reducido la ratio de deuda pública sobre el PIB y, de un modo aún más acusado, la proporción de deuda denominada en moneda extranjera en la mayor parte de mercados emergentes, en un contexto de condiciones financieras favorables. En particular, las apreciaciones del tipo de cambio en estos países han ayudado a reducir ambos cocientes. Sin embargo, las estrategias de gestión de la deuda dirigidas a reducir la vulnerabilidad en la composición de la deuda y apoyadas por otros factores de oferta y demanda han sido el factor dominante en términos cuantitativos en la mayoría de los países.

Es de esperar que los cambios en la estructura de la deuda tengan importantes implicaciones para la reducción de la vulnerabilidad de las finanzas públicas. Sin embargo, la reducción de la deuda denominada en moneda extranjera a través de estas políticas ha supuesto que los gobiernos no han aprovechado completamente el efecto de la apreciación real de sus tipos de cambio posterior a los períodos de crisis. Este coste de oportunidad permite enfatizar el cambio fundamental que se ha producido en las estrategias de gestión de la deuda en la mayor parte de los países emergentes en los últimos años. Al contrario que en numerosos episodios pasados, en la actualidad las autoridades de estos países tienden a mostrarse menos predispostas a emitir en moneda extranjera, a pesar de las condiciones favorables, porque dan más importancia a la consolidación de su posición financiera. Este cambio de estrategia supone un importante avance, pues contribuye al refuerzo estructural de las finanzas públicas y ayuda a estos países a su redención del pecado original que se mencionó en la introducción.

El beneficio neto de las políticas de gestión de la deuda considera este «coste de oportunidad» a corto plazo. Incluso así, en la mayoría de los casos los ejercicios de estrés sugieren que existe una reducción de la vulnerabilidad derivada del cambio hacia emisiones denominadas en moneda local, medida por la diferencia de los ratios de deuda sobre el PIB en el escenario de estrés, aunque la magnitud estimada del beneficio para la mayoría de ellos sea reducido. Sin embargo, la naturaleza del ejercicio no toma en consideración que la recomposición de la deuda hacia la moneda local probablemente reduce la magnitud de las posibles turbulencias financieras. Estas limitaciones de la metodología empleada implican que la reducción estimada en la vulnerabilidad es un límite mínimo y que, por lo tanto, su reducción efectiva sería mayor.

Por tanto, se ha demostrado que el cambio hacia una mayor emisión de deuda denominada en moneda local es positivo desde el punto de vista de la reducción de la vulnerabilidad. Cabe señalar que esta mejora de las políticas de gestión de deuda y de la posición financiera de las autoridades ha sido favorecida por una mayor demanda de deuda en moneda local, tanto por los inversores internos como por los externos, en un entorno exterior particularmente benigno. En cualquier caso, esta coyuntura ha sido adecuadamente aprovechada por las autoridades. Aunque las economías emergentes siguen sin ser inmunes a futuras turbulencias financieras y es bien sabido, por experiencias anteriores, que el nivel y la estructura de la deuda pueden deteriorarse con rapidez, este esfuerzo por reducir la exposición al tipo de cambio representa un gran avance para la mejora de la resistencia de los mercados emergentes frente a posibles situaciones de turbulencia financiera, así como para reducir la probabilidad de que ocurran.

19.10.2007

BIBLIOGRAFÍA

- ACEVEDO, P., E. ALBEROLA y C. BROTO (2007). *Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crisis-prone countries*, Documentos de Trabajo, n.º 0733, Banco de España.
- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES (BIS) (2007). *Financial stability and local currency bond markets*, Working Group by the Committee on the Global Financial System, CGFS Publications n.º 2/8.
- CELASUN, O., X. DEBRUN y J. D. OSTRY (2006). *Primary surplus behaviour and risks to fiscal sustainability in emerging market countries: a "fan-chart" approach*, IMF Working Paper, 06/67.
- DE BOLLE, M., B. ROTHER e I. HAKOBYAN (2006). *The level and composition of public sector debt in emerging market crises*, IMF Working Paper, 06/186
- EICHENGREEN, B., y R. HAUSMANN (1999). «Exchange Rates and Financial Fragility», en Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), *New Challenges for Monetary Policy*, pp. 329-368.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI) (2003-2006). *Article IV Staff Country Reports*, varios, www.imf.org.
- GARCÍA, M., y R. RIGOBON (2004). *A risk management approach to emerging market's sovereign debt sustainability with an application to Brazilian data*, NBER Working Paper series, n.º 10336.
- HOSTLAND, D., y P. KARAM (2005). *Assessing debt sustainability in emerging market economies using stochastic simulation methods*, IMF Working Paper, 05/226.

Este artículo ha sido elaborado por Juan Carlos Casado Cubillas, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

Introducción

La promulgación de nuevas disposiciones de carácter financiero durante el tercer trimestre de 2007 ha sido relativamente más abundante en relación con el período anterior. En primer lugar, se ha publicado el reglamento del nuevo régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA), que desarrolla y completa las prescripciones marcadas en la Ley, y profundiza en determinados aspectos para garantizar que las OPA se lleven a cabo en un marco legal completo y con la seguridad jurídica adecuada.

Otra norma de gran trascendencia desde el punto de vista de la contabilidad de las empresas ha sido la reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional, que, respetando el marco jurídico de las directivas contables, pretende ajustarse a los criterios de las Normas Internacionales de Información Financiera (en adelante, NIIF).

En el ámbito de los sistemas de pago, cabe reseñar la sustitución en breve del actual sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (en adelante, TARGET) por el TARGET2, que se caracteriza por una única plataforma técnica y que se estructurará como una multiplicidad de sistemas de pago.

En otro orden de cosas, el BCE ha modificado parcialmente la normativa sobre la gestión de activos exteriores de reserva, entre otros aspectos, en previsión del futuro ingreso de nuevos Estados en el área del euro.

En el área de las entidades financieras, se ha transpuesto completamente a nuestro ordenamiento jurídico la normativa comunitaria relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, que establece un régimen riguroso en cuanto a la información que deben recibir estos antes de la celebración del contrato. Por otro lado, se han modificado varias directivas que afectan a las entidades financieras para establecer una serie de normas de procedimiento y criterios de evaluación en relación con las adquisiciones y a los incrementos de participaciones en el sector financiero. Finalmente, se han ampliado las exigencias de información estadística a las instituciones de inversión colectiva (en adelante, IIC), con el fin de adaptarla a las nuevas necesidades informativas del BCE.

Con incidencia también en el ámbito del mercado de valores, se ha publicado una directiva sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, con el fin de consolidar sus derechos; en especial, los derechos de voto mediante representación, así como por medios electrónicos.

En el ámbito de los seguros, se ha aprobado una ley que transpone la normativa comunitaria en su totalidad en materia del reaseguro, a la vez que completa y sistematiza la normativa actual sobre su supervisión.

Por último, se ha publicado una ley sobre financiación de los partidos políticos, que establece mayores niveles de transparencia y publicidad; y otra sobre la defensa de la competencia, que refuerza los mecanismos ya existentes para proteger la competencia efectiva en los mercados, teniendo en cuenta el nuevo sistema normativo comunitario y las competencias de las Comunidades Autónomas.

Reglamento del nuevo régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

El pasado 13 de abril se publicó la Ley 6/2007, de 12 de abril¹, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio², del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las OPA y de la transparencia de los emisores. El objetivo de la Ley era doble: por un lado, introducir las necesarias modificaciones exigidas por la transposición de la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las OPA, y, por otro, modificar algunos aspectos de la regulación para garantizar que las OPA se lleven a cabo en un marco legal completo y con la seguridad jurídica adecuada.

Recientemente, se ha desarrollado reglamentariamente la Ley 6/2007 mediante el *Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio* (BOE del 28), sobre el régimen de las OPA, que, a la vez que profundiza en los dos objetivos antes mencionados, desarrolla y completa las modificaciones introducidas por aquella. Dicho Real Decreto deroga el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, que regulaba esta materia.

ÁMBITO DE APLICACIÓN

El Real Decreto se aplicará a todas las OPA, ya sean voluntarias u obligatorias, que se formulen sobre una sociedad cotizada. Siguiendo lo dispuesto en la Ley 6/2007, se recogen los casos de aplicación transfronteriza del Real Decreto, determinándose qué aspectos de la oferta se regirán por lo dispuesto en nuestra normativa, y qué cuestiones lo harán por el derecho del país donde la sociedad tenga su domicilio social.

OPA OBLIGATORIA

Conforme al Real Decreto, la OPA obligatoria se llevará a cabo cuando se alcance el control de una sociedad, tanto de manera directa como indirecta o sobrevenida. De forma similar a la Ley 6/2007, el Reglamento presume que una persona física o jurídica tiene (individualmente o en concierto con otras) el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior, pero designe en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición de dicha participación un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más del 50% de los miembros del órgano de administración de la sociedad. En ambos casos, la Ley obliga a realizar una OPA por el 100% de las acciones³ a un precio equitativo. Para la determinación de este precio se incluirá el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas que actúen en concierto con él, para lo cual se aplicarán determinadas reglas que se detallan en la norma.

La oferta se presentará tan pronto como sea posible, y, como máximo, en el plazo de un mes desde que se alcance el control, salvo que este se consiga de modo indirecto o sobrevenida (por ejemplo, mediante fusión), en cuyo caso el plazo es de tres meses desde la fecha de la fusión o toma de control.

No obstante, el Reglamento establece los casos en los que la CMMV podrá dispensar condicionalmente de la obligación de formular una OPA obligatoria. También se especifican aquellos casos en los que el precio de la oferta puede o debe ajustarse al alza o a la baja.

Además de las anteriores, se consideran dos supuestos adicionales de ofertas obligatorias que se contemplaban en la Ley. Por un lado, las ofertas para la exclusión de cotización de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, que solo podrán formularse como

1. Véase «Regulación financiera: segundo trimestre de 2007», *Boletín Económico*, julio-agosto de 2007, Banco de España, pp. 134-137. 2. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1988», *Boletín Económico*, octubre de 1988, Banco de España, pp. 61 y 62. 3. En la anterior normativa, solo se obligaba a realizar OPA sobre el 100% cuando se pretendía adquirir el 50% o más del capital de la sociedad afectada, o cuando, sin llegar al 50%, concurrieran determinadas circunstancias.

compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad del precio, y cuya exclusión deberá acordarse en junta general de accionistas. Y, por otro, las ofertas por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

El Reglamento establece que quien incumpla la obligación de formular una OPA obligatoria no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores poseídos directa o indirectamente de la sociedad cotizada, cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, salvo que en los plazos establecidos se desprenda del número de títulos necesarios para obviar dicha obligación.

OPA VOLUNTARIA

En los mismos términos que los establecidos en la Ley 6/2007, el Reglamento desarrolla la figura de la OPA voluntaria, para aquellos casos en los que una persona desea adquirir un paquete importante de acciones apelando a todos los accionistas. Estas ofertas pueden formularse por la totalidad del capital o por una parte del mismo. En general, las reglas aplicables son las mismas que las de las obligatorias, con algunas excepciones, que se mencionan en la norma; entre ellas, que no están sujetas a la formulación del precio equitativo.

También podrá formular una oferta voluntaria por un número de valores inferior al total quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o quien, ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria.

CONTRAPRESTACIÓN Y GARANTÍAS OFRECIDAS EN LA OPA

La contraprestación por las acciones de la sociedad puede consistir en efectivo o en valores, o en una mezcla de ambos. Se recogen ciertos casos en los que se ha de ofrecer como alternativa una contraprestación en efectivo, para garantizar la adecuada protección de los accionistas. Para asegurar el buen fin de la OPA, el oferente deberá acreditar ante la CNMV la constitución de las debidas garantías que demuestren que puede hacer frente a la contraprestación ofrecida.

PROCEDIMIENTO DE LA OPA

El Reglamento detalla minuciosamente el proceso de la OPA, que comienza con el anuncio de la intención (cuando es voluntaria), o de la obligación (en caso contrario), de presentar una oferta pública. Este anuncio ha de hacerse tan pronto como se decida formular una oferta o cuando se den los supuestos de hecho que exigen la formulación de una oferta obligatoria. Una vez anunciada, se ha de presentar a la CNMV la solicitud de autorización con la documentación necesaria para su análisis y, tras su autorización, el oferente habrá de difundirla en el *Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores*, donde los valores afectados estén admitidos a negociación y en todas ellas si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil, y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional, con objeto de informar al mercado y, en particular, a todos los accionistas de la sociedad objeto de la oferta. En todo este proceso, los trabajadores del oferente y de la sociedad objeto de la oferta han de estar adecuadamente informados.

Asimismo, la norma establece que el oferente debe conceder un determinado plazo a los accionistas para que acepten la oferta, si así lo desean. Dicho plazo lo fijará el oferente, no siendo inferior a 15 días naturales ni superior a 70, contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio, aunque en determinados casos podrá ampliarse. Antes de que finalice, se exige que el consejo de administración de la sociedad objeto de la oferta publique un informe con su opinión sobre la misma. Además, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores, a los que remitirán, cuando sea publicado, un folleto explicativo de la oferta.

También se recoge el régimen aplicable a las posibles autorizaciones de otros organismos administrativos diferentes de la CNMV.

El Reglamento establece ciertas limitaciones en la actuación del oferente durante el procedimiento, como abstenerse de difundir o publicar por cualquier medio algún dato o información que no conste en el anuncio previo de la oferta. También tiene restricciones en el ejercicio de sus derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta, o en la adquisición durante el procedimiento de acciones de la sociedad afectada, aunque la norma permite cierto margen de actuación siempre que los accionistas no se vean perjudicados.

La oferta concluye con el período de aceptación de la OPA, el cómputo de las aceptaciones recibidas y la liquidación de la misma.

DEFENSAS FRENTA A LAS OPA

Conforme ya anticipó la Ley 6/2007, el Reglamento establece que, desde el anuncio público de la OPA y hasta la publicación del resultado de la misma, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada, o cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos, deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.

MODIFICACIÓN, DESISTIMIENTO Y CESACIÓN DE LOS EFECTOS DE LA OFERTA

Las OPA serán irrevocables desde el anuncio público, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos, salvo en los casos y forma previstos en el Reglamento. Así, se podrán modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos cinco días naturales previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque extienda la oferta inicial a un número superior de valores, porque mejore la contraprestación ofrecida o porque se eliminen o minoren las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta la OPA.

Cuando se trate de una oferta obligatoria, el oferente podrá desistir de la misma en determinados supuestos, siendo los principales los siguientes: a) cuando, por circunstancias ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la CNMV; b) cuando las autoridades competentes en materia de defensa de competencia declaren improcedente la operación propuesta o sujeten su autorización al cumplimiento de alguna condición, y c) cuando, al final del procedimiento aplicable a las ofertas competitivas, se mantenga otra que mejore los términos de aquella. Del mismo modo, en el caso de las ofertas voluntarias, el oferente también podrá desistir de la misma si se encuentra en supuestos similares a los de la obligatoria, aunque con ciertas matizaciones.

OFERTAS COMPETIDORAS

Se considerarán ofertas competitivas las OPA que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la CNMV otra OPA, cuyo plazo de aceptación no esté finalizado. No podrán presentar una oferta competitiva las personas que actúen de forma concertada con el oferente de la OPA en vigor o pertenezcan a su mismo grupo, y aquellas que, de forma directa o indirecta, actúen por cuenta de él.

No obstante, el oferente podrá asociarse o concertarse con terceros, con el fin de mejorar su oferta, siempre que se cumplan determinadas condiciones, como el hecho de que ninguna persona o entidad participe, directa o indirectamente, en más de una oferta, ya sea como cooferente, en concierto con el oferente inicial o de cualquier otra forma.

Todas las OPA competitivas serán tramitadas por orden de presentación y deberán cumplir una serie de requisitos; entre ellos, mejorar la oferta precedente, bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores.

COMPROVENTAS FORZOSAS

Ya definida en la Ley 6/2007 como novedad en nuestra normativa, la figura de la compraventa forzosa hace referencia al supuesto de que, a resultas de una OPA por la totalidad de los valores, el oferente alcance, al menos, el 90% del capital y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90% de los derechos de voto. En este caso, una vez liquidada la OPA, el oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo; y, del mismo modo, los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo, que será el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública. El plazo máximo para exigir la venta o compra forzosa será de tres meses, a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación.

RÉGIMEN DE SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

Por último, el Real Decreto concluye con una breve mención al régimen de supervisión, inspección y sanción aplicable a lo regulado en el mismo. Cabe reseñar que las personas o entidades que promuevan una OPA, las sociedades afectadas, las sociedades y agencias de valores o las entidades de crédito que actúen en representación del oferente, los administradores de cualquiera de las entidades anteriormente indicadas y cualquier otra persona que directa o indirectamente intervenga por cuenta o de forma concertada con aquellas en la oferta pública quedarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en la Ley 24/1988, de 28 de junio, del Mercado de Valores.

El Real Decreto entró en vigor el pasado 13 de agosto.

Armonización internacional de la legislación contable española conforme a la normativa europea

La Ley 19/1989, de 25 de julio⁴, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, inició el proceso de armonización de las normas contables en la Unión Europea en nuestro país, lo que implicó la modificación del Código de Comercio, aplicable a todos los empresarios, introduciendo en él reglas mucho más precisas que las existentes con anterioridad en la contabilidad empresarial.

Este proceso de armonización continuó con la aprobación del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, mediante Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, que concluyó en una primera fase con la aprobación del Plan General de Contabilidad, a través del Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, y de las Normas para la Formulación de las Cuentas Anuales Consolidadas, aprobadas por Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre.

En la actualidad, dentro de la estrategia de aproximación a las normas internacionales de contabilidad fijada por las instituciones comunitarias, se aprobó un nuevo marco normativo, siendo la principal novedad dentro de este proceso la publicación del Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad [que incluyen las *Normas Internacionales de Contabilidad* (NIC) en sentido estricto, las actuales «Normas Internacionales de Información Financiera» (NIIF), así como las interpretaciones de unas y otras].

Recientemente, se ha publicado la Ley 16/2007, de 4 de julio (BOE del 5), de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con

4. Véase «Regulación financiera: tercer trimestre de 1989», *Boletín Económico*, octubre de 1989, Banco de España, p. 50.

base en la normativa de la Unión Europea, que, sobre la base del marco jurídico establecido por las directivas contables, pretende ajustarse a los criterios de las NIIF.

CUENTAS ANUALES

Respecto a las cuentas anuales, además del balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, y la memoria, se añaden dos nuevos documentos: un estado que recoja los cambios en el patrimonio neto (ECPN) y un estado de flujos de efectivo (EFE). Este último no será obligatorio cuando puedan formularse balance y ECPN en modelo abreviado.

Como en la normativa anterior, en el balance figurarán de forma separada el activo, el pasivo y el patrimonio neto; y en este último se diferenciarán, al menos, los fondos propios de las restantes partidas que lo integran. Del mismo modo, la cuenta de pérdidas y ganancias recogerá el resultado del ejercicio, separando debidamente los ingresos y los gastos imputables al mismo, y distinguiendo los resultados de explotación, de los que no lo sean.

El ECPN recogerá el registro de ciertos ingresos ocasionados por variaciones de valor derivadas de la aplicación del criterio del valor razonable, que, cuando se cumplan las circunstancias previstas para ello, revertirán a la cuenta de pérdidas y ganancias. El ECPN estará formado por dos partes. La primera comprenderá el resultado del ejercicio (saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias) y los ingresos y gastos que deban imputarse directamente al patrimonio neto. La segunda recogerá las variaciones en el patrimonio neto de la empresa, incluidas las originadas por las transacciones con los socios o propietarios de la misma cuando actúen como tales.

El EFE pondrá de manifiesto, debidamente ordenados y agrupados por categorías o tipos de actividades, los cobros y los pagos realizados por la empresa, con el fin de informar acerca de los movimientos de efectivo producidos en el ejercicio. Por último, la memoria completará, ampliará y comentará la información contenida en los otros documentos que integran las cuentas anuales.

En cada una de las partidas de las cuentas anuales deberán figurar, además de las cifras del ejercicio que se cierra, las correspondientes al ejercicio inmediatamente anterior. Asimismo, en los apartados de la memoria se ofrecerán también datos cualitativos relativos a la situación del ejercicio anterior, cuando ello sea significativo para ofrecer la imagen fiel de la empresa.

Un aspecto sustancial de la presente reforma es la incorporación al Código de Comercio de las definiciones de los elementos integrantes de las cuentas anuales: activos, pasivos, patrimonio neto, ingresos y gastos. Es destacable el nuevo concepto de patrimonio neto que será aplicable, de forma general, a la regulación de las sociedades mercantiles. Así, el patrimonio neto lo constituye la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos. Incluye las aportaciones realizadas, ya sea en el momento de su constitución o en otros posteriores, por sus socios o propietarios, que no tengan la consideración de pasivos, así como los resultados acumulados u otras variaciones que le afecten. También se considera patrimonio neto el importe que se califique como tal conforme a los criterios para confeccionar las cuentas anuales incrementado en el importe del capital social suscrito no exigido, así como en el importe del nominal y de las primas de emisión o asunción del capital social suscrito que esté registrado contablemente como pasivo.

CRITERIOS DE VALORACIÓN

Por lo que atañe a los criterios de valoración, se matiza el alcance del principio de prudencia valorativa, que obligará a contabilizar solo los beneficios obtenidos hasta la fecha de cierre del ejercicio. No obstante, se deberán tener en cuenta todos los riesgos con origen en el ejercicio o en otro anterior, en cuyo caso se dará cumplida información en la memoria, sin perjuicio del reflejo que puedan originar en los otros documentos integrantes de las cuentas anuales.

Por su parte, los activos se contabilizarán por el precio de adquisición o por el coste de producción, y los pasivos, por el valor de la contrapartida recibida a cambio de incurrir en la deuda, más los intereses devengados pendientes de pago; las provisiones se contabilizarán por el valor actual de la mejor estimación del importe necesario para hacer frente a la obligación, en la fecha de cierre del balance. Asimismo, se recoge de forma expresa la obligación de valorar los elementos de las cuentas anuales en su moneda funcional, que es la moneda del entorno económico en el que opera la empresa. Sin embargo, la formulación y el depósito de las cuentas anuales deberán seguir realizándose en euros.

Al margen de la nueva redacción de los principios contables, uno de los aspectos fundamentales de la reforma consiste en incorporar en el Código de Comercio, con carácter general, y junto con la regla valorativa del precio de adquisición, el criterio del valor razonable que contemplan las normas internacionales adoptadas, aunque su empleo queda de momento limitado a determinados instrumentos financieros.

Respecto a la obligación de formular cuentas anuales e informe de gestión consolidados, se sustituye el concepto de unidad de decisión como determinante de la obligación de consolidar, por el de aquellas situaciones en las que una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control sobre las demás. La principal novedad en relación con los aspectos valorativos inherentes a la consolidación es la valoración de los activos adquiridos, de los pasivos asumidos y, en su caso, de las provisiones en los términos que reglamentariamente se determinen por su valor razonable.

FONDO DE COMERCIO

Requiere mención especial el nuevo tratamiento contable previsto para el fondo de comercio, que, conforme a las NIIF, no se amortiza, contabilizándose al cierre de cada ejercicio al coste menos cualquier pérdida por deterioro del valor acumulada. Adicionalmente, desaparece la limitación que existía en la normativa anterior respecto a la prohibición de repartir beneficios o reservas en tanto el fondo de comercio no estuviera amortizado, a menos que se contara con reservas disponibles por igual importe. No obstante, se incorpora una restricción al reparto de beneficios relacionada con dicho fondo, de forma que se establece la obligación de dotar sistemáticamente una reserva indisponible por la cuantía de la potencial amortización que se habría practicado por este activo.

La Ley entrará en vigor el 1 de enero de 2008 y se aplicará a los ejercicios que se inicien a partir de dicha fecha.

Sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2)

La Orientación BCE/2001/3, de 26 de abril de 2001, sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET), recogió, básicamente, el marco jurídico del TARGET, que posteriormente fue modificado en varias ocasiones, y que finalmente se refundió en la Orientación BCE/2005/16, de 30 de diciembre. El actual TARGET tiene una estructura descentralizada, en la que se conectan los sistemas de liquidación bruta en tiempo real (SLBTR) nacionales y el mecanismo de pagos del Banco Central Europeo (BCE).

Con el fin de modernizar y actualizar el sistema TARGET, recientemente se han publicado la *Orientación del Banco Central Europeo (BCE/2007/2)* de 26 de abril de 2007 (DOUE del 8 de septiembre), sobre el sistema automatizado transeuropeo de transferencia urgente para la liquidación bruta en tiempo real (TARGET2), y la *Decisión del Banco Central Europeo (BCE/2007/7)* de 24 de julio de 2007 (DOUE del 8 de septiembre), relativa a las condiciones de TARGET2-ECB.

El TARGET2, que sustituirá al actual a partir del próximo 19 de noviembre, se caracteriza por una única plataforma técnica, denominada *plataforma compartida única*, que, del mismo

modo que su antecesor, se estructurará legalmente como una multiplicidad de sistemas de pago.

La migración de los SLBTR nacionales a la plataforma compartida única tendrá lugar por etapas, por lo que la Orientación BCE/2005/16 seguirá aplicándose a esos sistemas hasta que los bancos centrales nacionales (BCN) correspondientes migren a la plataforma compartida única.

Cada BCN del Eurosistema operará con su propio sistema integrante de TARGET2, de modo que los nombres de los sistemas integrantes de TARGET2 estarán formados exclusivamente por la expresión TARGET2 y el nombre o la abreviatura del banco central nacional correspondiente del Eurosistema o del Estado miembro de ese banco central del Eurosistema. Concretamente, el sistema integrante de TARGET2 del BCE se denominará TARGET2-ECB.

El nuevo sistema tendrá tres niveles de gobierno distintos, tanto para el establecimiento como para las fases operativas: el Consejo de Gobierno (nivel 1), los BCN del Eurosistema (nivel 2) y los BCN proveedores de la plataforma compartida única (nivel 3).

El Consejo de Gobierno se encargará de la dirección, la gestión y el control de TARGET2 y salvaguarda su función pública. El Comité de Sistemas de Pago y de Liquidación del SEBC (CSPL) asistirá como órgano consultivo al Consejo de Gobierno en todo lo relacionado con TARGET2.

Los BCN del Eurosistema se encargarán de las funciones del nivel 2 en el marco general que establezca el Consejo de Gobierno. Por su parte, el CSPL, además de su función consultiva, dirigirá la ejecución de las funciones del nivel 2. Los BCN del Eurosistema podrán organizarse mediante la celebración de los acuerdos pertinentes. En el marco de estos acuerdos, las decisiones se tomarán por mayoría simple, y cada BCN del Eurosistema dispondrá de un voto.

En el nivel 3, los BCN proveedores de la plataforma compartida única celebrarán con los BCN del Eurosistema un acuerdo que rija los servicios que los primeros prestarán a los segundos. El acuerdo incluirá, cuando proceda, a los BCN conectados.

Respecto al funcionamiento del TARGET2, cada banco central nacional participante adoptará las medidas necesarias de aplicación de las *condiciones uniformes de participación* en TARGET2 que se establecen en la norma. Estas medidas regirán exclusivamente las relaciones entre el banco central nacional participante y sus participantes respecto del procesamiento de pagos en el módulo de pagos.

Por su parte, el BCE adoptará las condiciones de TARGET2-ECB aplicando también las condiciones uniformes, con la salvedad de que solo prestará servicios a las entidades de compensación y liquidación, incluidas las establecidas fuera del Espacio Económico Europeo, que estén sujetas a la vigilancia de la autoridad competente y cuyo acceso a TARGET2-ECB haya sido aprobado por el Consejo de Gobierno. Este establecerá las normas de financiación de la plataforma compartida única. El superávit o déficit resultante del funcionamiento de la plataforma compartida única se distribuirá entre los BCN participantes con arreglo a su participación en el capital del BCE. También establecerá una metodología de costes y una estructura de comisiones comunes para los servicios básicos del TARGET2.

Finalmente, el Consejo de Gobierno especificará la política de seguridad y los requisitos y controles de seguridad de la plataforma compartida única; y, además, durante el período transitorio, de la infraestructura técnica de las cuentas locales.

La migración de los actuales sistemas de TARGET a la plataforma compartida única tendrá lugar en las fechas siguientes: el 19 de noviembre de 2007, para los bancos centrales de Alemania, Luxemburgo, Austria y Eslovenia; el 18 de febrero de 2008, para los bancos centrales de España, Bélgica, Holanda, Francia, Irlanda, Finlandia y Portugal; y el 19 de mayo de 2008, para el BCE, Grecia e Italia.

Si por circunstancias imprevistas no se ha podido realizar la migración, esta se prorrogará, a más tardar, hasta el 15 de septiembre de 2008.

**Banco Central Europeo:
modificación de la
normativa sobre la gestión
de activos exteriores de
reserva**

Se ha promulgado la *Orientación BCE/2007/6, del Banco Central Europeo, de 20 de julio de 2007* (DOUE del 28 de julio), por la que se modifica la Orientación BCE/2006/28, de 21 de diciembre de 2006, sobre la gestión de los activos exteriores de reserva del BCE por los bancos centrales nacionales y la documentación jurídica requerida para las operaciones en dichos activos.

Por un lado, la norma modifica la definición de *jurisdicciones europeas* de la Orientación BCE/2006/28, en previsión del futuro ingreso de nuevos Estados en el área euro, y es de aplicación a los Estados miembros que ya han adoptado el euro de conformidad con el Tratado, más Dinamarca, Suecia, Suiza y Reino Unido (Inglaterra y Gales solamente).

Por otro, dentro de las operaciones con derivados en mercados no organizados que se realicen con activos exteriores de reserva del BCE, se añade la posibilidad de utilizar los *swaps* de tipos de interés, siempre y cuando el riesgo se cubra con activos de garantía.

La Orientación entró en vigor el pasado 27 de julio.

**Comercialización
a distancia de servicios
financieros**

Como antecedentes de la normativa referente a la comercialización a distancia, cabe reseñar la Directiva 2000/31/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a determinados aspectos de los servicios de la sociedad de la información, en particular el comercio electrónico en el mercado interior, conocida como la *Directiva sobre comercio electrónico*, que fue incorporada al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico.

Más adelante, se publicó la Directiva 2002/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, que fue parcialmente incorporada a nuestra legislación mediante la Ley 34/2003, de 4 de noviembre, de modificación y adaptación de la normativa comunitaria de la legislación de seguros privados.

Recientemente, se ha publicado la *Ley 22/2007, de 11 de julio* (BOE del 12), sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, que tiene como objeto completar la incorporación al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2002/65/CE.

**OBJETO Y ÁMBITO
DE APLICACIÓN DE LA LEY**

El objeto esencial de esta Ley, que entró en vigor el pasado 12 de octubre, es la protección de los consumidores, atendiendo siempre a su potencial mayor vulnerabilidad ante la comercialización de servicios financieros sin presencia física⁵, de forma que se establece un régimen riguroso en cuanto a la información que deben recibir aquellos antes de la celebración del contrato.

5. A los efectos de la Ley, se entenderán por servicios financieros los servicios bancarios, de crédito o de pago, los servicios de inversión, las operaciones de seguros privados, los planes de pensiones y la actividad de mediación de seguros.

Establece un régimen muy detallado de información previa, que habrá de aplicarse a los contratos con consumidores de servicios financieros prestados, negociados y celebrados a distancia⁶, sin perjuicio de la aplicación de la normativa general sobre servicios de la sociedad de la información y comercio electrónico que contiene la Ley 34/2002. En concreto, se aplicará a los contratos de servicios financieros prestados a distancia por las entidades financieras, las sociedades gestoras de IIC, de fondos de pensiones, y de entidades de capital riesgo, y cualesquier otras que presten servicios financieros, así como las sucursales en España de entidades extranjeras de la misma naturaleza. También se aplicará a otras entidades que presten servicios financieros, siempre que los ofrezcan a través de un establecimiento permanente situado en España, y a los proveedores de servicios establecidos en otro Estado miembro de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo, cuando el destinatario de los servicios radique en España y los servicios prestados versen sobre determinadas materias detalladas en la norma.

CARÁCTER IMPERATIVO
Y DERECHO DE DESISTIMIENTO

Los consumidores de los servicios financieros prestados a distancia no podrán renunciar a los derechos que se les reconoce en la Ley. Dicha renuncia es nula, siendo asimismo nulos los actos realizados en fraude de esta Ley, conforme a lo previsto en el Código Civil.

La Ley regula el derecho de desistimiento, en virtud del cual el cliente puede rescindir el contrato firmado en un plazo de 14 días naturales, sin indicación de los motivos y sin penalización alguna. Este plazo será de 30 días naturales para los contratos relacionados con seguros de vida.

Pero, dada la naturaleza de muchos servicios financieros, este derecho no se podrá ejercitar en determinados casos, que se recogen en la norma. En especial, no se aplicará a los contratos relativos a servicios financieros cuyo precio dependa de fluctuaciones de los mercados que el proveedor no pueda controlar, que pudieran producirse durante el plazo en el transcurso del cual pueda ejercerse el derecho de desistimiento, entre ellos, las transacciones sobre operaciones de cambio de divisas, instrumentos del mercado monetario, valores negociables, participaciones en IIC, etc. Tampoco se aplicará en aquellos servicios cuyas condiciones contractuales exijan una seguridad jurídica especial, como es el caso, entre otros, de los créditos hipotecarios, determinados contratos de seguros, contratos que se hayan ejecutado en su totalidad por ambas partes, como las órdenes de transferencia y las operaciones de gestión de cobro.

El consumidor que ejerza el derecho de desistimiento solamente estará obligado a pagar el servicio financiero realmente prestado por el proveedor, de conformidad con el contrato, hasta el momento del desistimiento. El importe que el consumidor deba pagar no rebasará el importe proporcional de la parte ya prestada del servicio comparada con la cobertura total del contrato, de forma que en ningún caso equivalga a una penalización.

GARANTÍAS COMPLEMENTARIAS

La Ley ofrece otras garantías complementarias a los consumidores, como es la protección contra el uso fraudulento de las tarjetas de pago cuando fueran utilizadas para el pago de servicios financieros o indebidamente utilizando el número de una tarjeta de este tipo, en cuyo caso su titular podrá exigir la inmediata anulación del cargo, de forma que las correspondientes anotaciones de adeudo y reabono en las cuentas del proveedor y del titular se efectuarán a la mayor brevedad.

6. Se entiende que el contrato se celebra a distancia cuando para su negociación y celebración se utiliza exclusivamente una técnica de comunicación a distancia, sin presencia física y simultánea del proveedor y del consumidor, consistentes en la utilización de medios telemáticos, electrónicos, telefónicos, fax u otros similares.

Igualmente, en lo concerniente a servicios y comunicaciones no solicitados, no se podrán prestar, incluso en el supuesto de renovación tácita de un contrato a distancia, sin la solicitud previa del consumidor.

La Ley asegura, por otra parte, la necesaria defensa judicial para el consumidor y promueve el uso de la reclamación extrajudicial, cuando la requiera el consumidor. Llegado este punto, corresponderá al proveedor la carga de la prueba del cumplimiento de las obligaciones que le incumban al amparo de esta Ley, en materia de información al consumidor, así como del consentimiento de este para la celebración del contrato y, cuando proceda, para su ejecución.

Por último, la Ley establece un régimen sancionador, armonizando el que contiene la Ley 34/2002, de servicios de la sociedad de la información, con los regímenes específicos vigentes para las entidades financieras.

Normas de procedimiento y criterios de evaluación aplicables en las adquisiciones e incrementos de participaciones en el sector financiero

Varias directivas comunitarias⁷ regulaban, entre otros asuntos, el control prudencial de las situaciones en las que una persona física o jurídica decide adquirir o incrementar una participación cualificada⁸ de una entidad de crédito, una empresa de seguros, una empresa de reaseguro o una empresa de inversión (en adelante, entidades financieras). Pero este marco legal no había establecido hasta ahora ni criterios pormenorizados con vistas a la evaluación cautelar de la adquisición propuesta, ni un procedimiento detallado para la tramitación de dichas adquisiciones. Con este propósito, se ha publicado la *Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de septiembre de 2007* (DOUE del 21), por la que se modifican dichas directivas en lo que atañe a las normas de procedimiento y a los criterios de evaluación aplicables a las adquisiciones e incrementos de participaciones en el sector financiero, con el fin de clarificar tales criterios y procedimientos, dotar de homogeneidad a los mismos en los tres ámbitos financieros más relevantes, así como de aportar la seguridad jurídica, claridad y previsibilidad necesarias en lo que atañe al proceso de evaluación y su resultado.

Otro de los objetivos básicos de esta norma es el de armonizar el procedimiento y las evaluaciones cautelares en toda la Unión Europea, sin que los Estados miembros establezcan normas más estrictas que las establecidas en esta norma, dado que cada vez es más habitual que las estructuras de los grupos financieros puedan abarcar a varios Estados miembros.

Los Estados miembros establecerán que toda persona física o jurídica que por sí sola o en concertación con otras (en lo sucesivo, el adquirente propuesto) haya decidido adquirir, directa o indirectamente, una participación cualificada en una entidad financiera o la haya incrementado de tal manera que la proporción de derechos de voto o de capital poseída sea igual o superior al 20%, 30% o 50%, o que la entidad financiera pase a ser su filial (en lo sucesivo, la adquisición propuesta), lo notifique previamente a las autoridades competentes de la entidad en la que se proponga adquirir o incrementar una participación cualificada, indicando la cuantía de la participación prevista y la información pertinente que se detalla en la directiva.

7. La Directiva 92/49/CEE, del Consejo, de 18 de junio de 1992, sobre coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al seguro directo distinto del seguro de vida (Tercera Directiva de Seguros Distintos del Seguro de Vida); la Directiva 2002/83/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 5 de noviembre de 2002, sobre el seguro de vida; la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros; la Directiva 2005/68/CE, sobre el reaseguro, y la Directiva 2006/48/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición). 8. Se entiende por participación cualificada el hecho de poseer en una empresa, directa o indirectamente, al menos un 10% del capital o de los derechos de voto, o cualquier otra posibilidad de ejercer una influencia notable en la gestión de la empresa en la cual se posea una participación. No se tendrán en cuenta los derechos de voto o las acciones que se puedan poseer por haber proporcionado el aseguramiento de instrumentos financieros y/o la colocación de instrumentos financieros, siempre que, por una parte, dichos derechos no se ejerzan o utilicen para intervenir en la administración del emisor y, por otra, se cedan en el plazo de un año desde su adquisición.

Las autoridades competentes dispondrán de un plazo máximo de 60 días hábiles para llevar a cabo la evaluación, que consiste, básicamente, en verificar la idoneidad⁹ del adquirente propuesto y la solidez financiera de la adquisición propuesta, de acuerdo con los criterios fijados en la Directiva. Todo ello con objeto de garantizar una gestión sana y prudente de la entidad financiera de la que se propone la adquisición, sin perjuicio de tener en cuenta la posible influencia del adquirente propuesto sobre dicha entidad.

Una vez finalizada la evaluación, si las autoridades competentes decidieran plantear objeciones a la adquisición propuesta, informarán de ello al adquirente propuesto, motivando su decisión, sin que, en ningún caso, pueda sobrepasarse el plazo de evaluación. Con arreglo a la legislación nacional, podrá hacerse pública una declaración adecuada de los motivos que justifican la decisión a petición del adquirente propuesto, aunque los Estados miembros podrían facultar a la autoridad competente a hacer esta publicidad sin que medie la petición del adquirente propuesto.

Los Estados miembros pondrán a disposición pública una lista en la que se indique la información que será necesaria para realizar la evaluación, y que se facilitará a las autoridades competentes en el momento de la notificación. El nivel de información exigido deberá ser proporcional y adaptado a la naturaleza del adquirente propuesto y de la adquisición propuesta.

Por su parte, las distintas autoridades competentes deberán trabajar en estrecha cooperación cuando se trate de verificar la idoneidad de un adquirente propuesto que sea una entidad regulada autorizada en otro Estado miembro o en otro ámbito de actividad. En cualquier caso, la responsabilidad de la decisión definitiva sobre la evaluación cautelar sigue recayendo en la autoridad competente responsable de la supervisión de la entidad de la que se propone la adquisición.

Por último, los Estados miembros pondrán en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo establecido en la presente Directiva antes del 21 de marzo de 2009, de lo que informarán a la Comisión.

Ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas

La Directiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, se centra en la información que los emisores tienen que comunicar al mercado, pero se abstrae en gran medida de los derechos de los accionistas, en especial del proceso del derecho a voto. Por su parte, la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, impone a los emisores la obligación de facilitar cierta información y documentos pertinentes para las juntas generales, pero esta obligación solo se aplica en el Estado miembro de origen del emisor.

En este contexto, se ha publicado la *Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de julio de 2007* (DOUE del 14), sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas, con el fin de consolidar sus derechos, en especial a través de la ampliación de las normas sobre transparencia, los derechos de voto mediante representación, la posibilidad de participar en juntas generales por medios electrónicos y el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto.

9. Para verificar la idoneidad, la norma establece una serie de criterios; entre otros, la reputación y solvencia financiera del adquirente propuesto y la experiencia de las personas que vayan a dirigir la actividad.

Los Estados miembros velarán para que las sociedades anuncien la convocatoria de la junta general a través de medios de comunicación de los que quepa razonablemente esperar una difusión efectiva de la información al público, y, al menos, 21 días antes de la fecha fijada para su celebración. Los Estados miembros podrán establecer que, cuando la sociedad ofrezca a los accionistas la posibilidad de votar por medios electrónicos accesibles a todos ellos, la junta general pueda decidir anunciar las convocatorias de las juntas generales distintas de las anuales, al menos, con 14 días de antelación.

Por otro lado, los Estados miembros se asegurarán de que los accionistas que posean una participación mínima de, al menos, el 5% del capital social, actuando de forma individual o colectiva, tengan: a) derecho a incluir puntos en el orden del día de la junta general, siempre que estos vayan acompañados de una justificación o de un proyecto de resolución que se presente para adopción a la junta general, y b) derecho a presentar proyectos de resolución sobre puntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la junta general.

Asimismo, los Estados miembros permitirán a las sociedades ofrecer a sus accionistas cualquier forma de participación en la junta general por medios electrónicos, en especial alguna o todas las formas de participación siguientes: la transmisión en tiempo real, la comunicación bidireccional en tiempo real para que los accionistas puedan dirigirse a la junta general desde un lugar distante y un mecanismo para emitir votos antes o durante la celebración de la junta sin necesidad de nombrar a un representante que esté físicamente presente.

El uso de medios electrónicos para participar en las juntas generales solo podrá supeditarse a los requisitos y restricciones necesarios que garanticen la verificación de la identidad de los accionistas y la seguridad de las comunicaciones electrónicas, y únicamente en la medida en que resulten proporcionados para alcanzar dichos objetivos.

Respecto al voto mediante representación, los Estados miembros permitirán que los accionistas nombren representante por vía electrónica, y que las sociedades acepten por vía electrónica la notificación del nombramiento, velando por que todas las compañías ofrezcan a sus accionistas, al menos, un método efectivo de notificación por esta vía.

Los Estados miembros adoptarán las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a la presente Directiva; a más tardar, el 3 de agosto de 2009.

Instituciones de inversión colectiva: modificaciones de los requerimientos de información estadística

La CCNMV 2/1998, de 27 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Monetaria Europea, estableció los requerimientos de información estadística que estas instituciones debían remitir a la CNMV, con el fin de que fuera utilizada por el BCE para el seguimiento de la política monetaria dentro de la Unión Económica y Monetaria. Más adelante, fue parcialmente modificada por la CCNMV 1/2002, de 16 de septiembre, para adaptar los modelos a las nuevas necesidades informativas del BCE¹⁰.

Posteriormente, el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre¹¹, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre¹², habilitaba a

10. Conforme a lo preceptuado en el Reglamento (CE) número 2423/2001, del Banco Central Europeo, de 22 de noviembre de 2001. **11.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2003», *Boletín Económico*, enero de 2004, Banco de España, pp. 82-85. **12.** Véase «Regulación financiera: cuarto trimestre de 2005», *Boletín Económico*, enero de 2006, Banco de España, pp. 124-129.

la CNMV para poder recabar la información adicional que estime necesaria para el ejercicio de sus competencias.

Conforme a dicha habilitación, se ha publicado la *CCNMV 1/2007, de 11 de julio* (BOE del 26), de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, para incorporar las novedades introducidas por el Reglamento de la Ley 35/2003, así como para ampliar las exigencias de información para recoger los datos referidos a los Estados que se incorporaron a la Unión Europea el 1 de mayo de 2004, y a los incorporados a la Unión Económica y Monetaria el pasado 1 de enero.

Uno de los aspectos más relevantes de la Circular es que, tras la desaparición de la categoría legal de FIAMM, las IIC cuya política de inversión o vocación sea de carácter monetario, tal como se define en la Circular, se considerarán incluidas, junto con las entidades de crédito, dentro de la lista de instituciones financieras monetarias (IFM) publicada por el BCE, por lo que deberán cumplir los requerimientos exigidos por este Organismo.

La Circular entrará en vigor el próximo 31 de diciembre.

Modificación de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados en materia de supervisión del reaseguro

La Directiva 2005/68/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de noviembre de 2005, sobre el reaseguro, y por la que se modifican las directivas 73/239/CEE y 92/49/CEE, del Consejo, y las directivas 98/78/CE y 2002/83/CE, estableció un marco de supervisión prudencial para las actividades de reaseguro en la Unión Europea. La Directiva continuó el enfoque de la legislación comunitaria adoptada en materia de seguro directo, llevando a cabo la armonización básica para garantizar el reconocimiento mutuo de las autorizaciones y los sistemas de supervisión prudencial, haciendo así posible la concesión de una única autorización, válida en todo el Espacio Económico Europeo, y la aplicación del principio de supervisión por el Estado miembro de origen.

Con el fin de transponer la Directiva 2005/68/CE al derecho español de seguros, se ha publicado la *Ley 13/2007, de 2 de julio* (BOE del 3), por la que se modifica el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados, aprobado por el Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, en materia de supervisión del reaseguro. La transposición no introduce cambios sustanciales en la regulación española sobre el reaseguro, aunque completa y sistematiza la normativa actual sobre su supervisión.

La Ley delimita las entidades que pueden aceptar operaciones de reaseguro, el acceso a la actividad de las entidades reaseguradoras españolas, las condiciones para el ejercicio de la actividad, y la intervención y supervisión de entidades. Asimismo, conforme a la Directiva 2005/68/CE, se extiende a las entidades reaseguradoras denominadas cautivas, en sus distintas modalidades, y cuyo objeto es proporcionar cobertura de reaseguro exclusivamente a los riesgos de las sociedades a las que pertenecen.

Por otro lado, se regula de forma separada la actividad en España de las entidades reaseguradoras domiciliadas en otros países miembros del Espacio Económico Europeo, de aquella otra acometida por instituciones domiciliadas en terceros países. Asimismo, se modifican también algunos artículos relativos a la actividad de las entidades de seguro directo, como los referentes a las provisiones técnicas y al fondo de garantía.

Finalmente, se incorporan al Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados las precisiones que sobre cesión de datos entre aseguradoras y reaseguradoras introdujo la Ley 26/2006, de mediación, y se prevé el modo en que se aplicará la nor-

mativa a las entidades reaseguradoras que ya estuvieran autorizadas antes de la entrada en vigor de la Ley 13/2007, que será el próximo 9 de diciembre.

Financiación de los partidos políticos

Se ha publicado la *Ley Orgánica 8/2007, de 4 de julio* (BOE del 5), que deroga la Ley Orgánica 3/1987, de 2 de julio, sobre financiación de los partidos políticos. La Ley establece un sistema mixto, que recoge, por una parte, los recursos procedentes de la financiación pública en proporción a su representatividad y, por otra, los procedentes de la financiación privada.

Asimismo, se establecen mecanismos de auditoría y fiscalización, posibilitando los máximos niveles de transparencia y publicidad, regulando medidas de control que impiden la desviación de sus funciones, así como el establecimiento de un régimen sancionador por el incumplimiento de la norma reguladora.

Desde el punto de vista financiero, cabe reseñar la norma transitoria que establece la obligación de dar cuenta al Tribunal de Cuentas y al Banco de España de los acuerdos a los que puedan llegar con las entidades de crédito respecto de las condiciones de la deuda que mantengan con dichas instituciones a la entrada en vigor de la Ley. Dichos acuerdos serán los admitidos según los usos y costumbres del tráfico mercantil habitual entre las partes.

Defensa de la competencia

La Ley 16/1989, de defensa de la competencia, de 17 de julio, articuló un sistema basado en la existencia de dos órganos administrativos especializados de ámbito nacional para la lucha contra las prácticas restrictivas de la competencia y el control de concentraciones económicas, el Servicio y el Tribunal de Defensa de la Competencia. Desde esa fecha, se han producido modificaciones —algunas de gran calado— y se han promulgado diversas normas de desarrollo.

Recientemente, se ha promulgado la *Ley 15/2007, de 3 de julio* (BOE del 4), de defensa de la competencia, que deroga la Ley 16/1989. Esta norma, que entró en vigor el pasado 1 de septiembre, tiene por objeto reforzar los mecanismos ya existentes, y dotarlos de unos determinados instrumentos y de una estructura institucional para proteger la competencia efectiva en los mercados, teniendo en cuenta el nuevo sistema normativo comunitario y las competencias de las Comunidades Autónomas en este ámbito.

Una de las principales novedades de la Ley es la creación en el ámbito estatal de una institución única e independiente del Gobierno, la *Comisión Nacional de la Competencia* (en adelante, CNC), que integrará a los actuales Servicio y Tribunal de Defensa de la Competencia, que desaparecen. La CNC es el órgano encargado de aplicar esta Ley, y de promover y proteger el mantenimiento de una competencia efectiva en todos los sectores productivos y en todo el territorio nacional. Sus funciones son tanto instructoras, resolutorias y de arbitraje como consultivas y de promoción y armonización de la defensa de la competencia en los mercados. Asimismo, la Ley especifica el régimen de nombramiento y cese de los órganos de dirección de la CNC, orientado a garantizar su independencia en la toma de decisiones y, al mismo tiempo, la responsabilidad ante la sociedad por ellas.

El resto de la Ley se estructura en diversos apartados, que regulan, respectivamente, los instrumentos básicos de la norma, como el régimen aplicable a las conductas restrictivas de la competencia, los principios del control de concentraciones y sistema de seguimiento; los aspectos institucionales; las cuestiones procedimentales y, finalmente, el régimen sancionador.

11.10.2007.

INDICADORES ECONÓMICOS

ÍNDICE

Estos indicadores económicos están permanentemente actualizados en la página del Banco de España en la Red (<http://www.bde.es>). La fecha de actualización de los indicadores que tienen como fuente el Banco de España [los señalados con (BE) en este índice] se publica en un calendario que se difunde en la Red (<http://www.bde.es/estadis/cdoe/cero.htm>).

PRINCIPALES MACROMAGNITUDES	1.1 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España y zona del euro 7*
	1.2 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Componentes de la demanda. España: detalle 8*
	1.3 PIB. Índices de volumen encadenados, referencia año 2000 = 100. Ramas de actividad. España 9*
	1.4 PIB. Deflactores implícitos. España 10*
ECONOMÍA INTERNACIONAL	2.1 PIB a precios constantes. Comparación internacional 11*
	2.2 Tasas de paro. Comparación internacional 12*
	2.3 Precios de consumo. Comparación internacional 13*
	2.4 Tipos de cambio bilaterales e índices del tipo de cambio efectivo nominal y real del euro, del dólar estadounidense y del yen japonés 14*
	2.5 Tipos de intervención de los bancos centrales y tipos de interés a corto plazo en mercados nacionales 15*
	2.6 Rendimientos de la deuda pública a diez años en mercados nacionales 16*
	2.7 Mercados internacionales. Índice de precios de materias primas no energéticas. Precios del petróleo y del oro 17*
DEMANDA NACIONAL Y ACTIVIDAD	3.1 Indicadores de consumo privado. España y zona del euro 18*
	3.2 Encuesta de inversiones en la industria (excepto construcción). España 19*
	3.3 Construcción. Indicadores de obras iniciadas y consumo de cemento. España 20*
	3.4 Índice de producción industrial. España y zona del euro 21*
	3.5 Encuesta de coyuntura industrial: industria y construcción. España y zona del euro 22*
	3.6 Encuesta de coyuntura industrial: utilización de la capacidad productiva. España y zona del euro 23*
	3.7 Diversas estadísticas de turismo y transporte. España 24*
MERCADO DE TRABAJO	4.1 Población activa. España 25*
	4.2 Ocupados y asalariados. España y zona del euro 26*
	4.3 Empleo por ramas de actividad. España 27*
	4.4 Asalariados por tipo de contrato y parados por duración. España 28*
	4.5 Paro registrado por ramas de actividad. Contratos y colocaciones. España 29*
	4.6 Convenios colectivos. España 30*
	4.7 Encuesta trimestral de coste laboral 31*
	4.8 Costes laborales unitarios. España y zona del euro 32*

PRECIOS	5.1 Índice de precios de consumo. España. Base 2006=100 33*
	5.2 Índice armonizado de precios de consumo. España y zona del euro. Base 2005=100 34*
	5.3 Índice de precios industriales. España y zona del euro 35*
	5.4 Índices del valor unitario del comercio exterior de España 36*
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS	6.1 Estado. Recursos y empleos según Contabilidad Nacional. España 37*
	6.2 Estado. Operaciones financieras. España ¹ 38*
	6.3 Estado. Pasivos en circulación. España ¹ 39*
BALANZA DE PAGOS, COMERCIO EXTERIOR Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL	7.1 Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen y detalle de la cuenta corriente ¹ (BE) 40*
	7.2 Balanza de Pagos de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de la cuenta financiera (BE) 41*
	7.3 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Exportaciones y expediciones 42*
	7.4 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Importaciones e introducciones 43*
	7.5 Comercio exterior de España frente a otros miembros de la zona del euro y al resto del mundo. Distribución geográfica del saldo comercial 44*
	7.6 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE) 45*
	7.7 Posición de inversión internacional de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Detalle de inversiones ¹ (BE) 46*
	7.8 Activos de reserva de España ¹ (BE) 47*
	7.9 Deuda externa de España frente a otros residentes en la zona del euro y al resto del mundo. Resumen ¹ (BE) 48*
MAGNITUDES FINANCIERAS	8.1 Balance del Eurosistema (A) y Balance del Banco de España (B). Préstamo neto a las entidades de crédito y sus contrapartidas (BE) 49*
	8.2 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras y los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 50*
	8.3 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 51*
	8.4 Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 52*
	8.5 Financiación a los sectores no financieros, residentes en España (BE) 53*
	8.6 Financiación a las sociedades no financieras, residentes en España (BE) 54*
	8.7 Financiación a los hogares e ISFLSH, residentes en España (BE) 55*
	8.8 Financiación neta a las Administraciones Públicas, residentes en España (BE) 56*
	8.9 Crédito de entidades de crédito a otros sectores residentes. Detalle por finalidades (BE) 57*
	8.10 Cuenta de resultados de bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito, residentes en España (BE) 58*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

	8.11	Fondos de inversión en valores mobiliarios, residentes en España: detalle por vocación 59*
	8.12	Índices de cotización de acciones y contratación de mercados. España y zona del euro 60*
TIPOS DE INTERÉS Y TIPOS DE CAMBIO	9.1	Tipos de interés: Eurosistema y mercado de dinero. Zona del euro y segmento español (BE) 61*
	9.2	Tipos de interés: mercados de valores españoles a corto y a largo plazo ¹ (BE) 62*
	9.3	Tipos de interés de nuevas operaciones. Entidades de crédito. (CBE 4/2002) ¹ (BE) 63*
	9.4	Índices de competitividad de España frente a la UE 27 y a la zona del euro 64*
	9.5	Índices de competitividad de España frente a los países desarrollados y a los países industrializados 65*

1. Normas especiales de Distribución de Datos del FMI (NEDD).

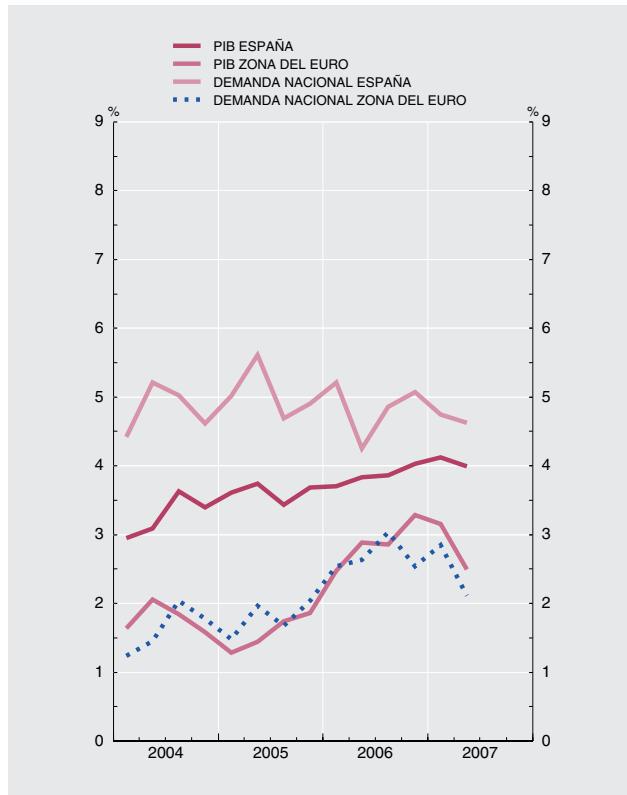
1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

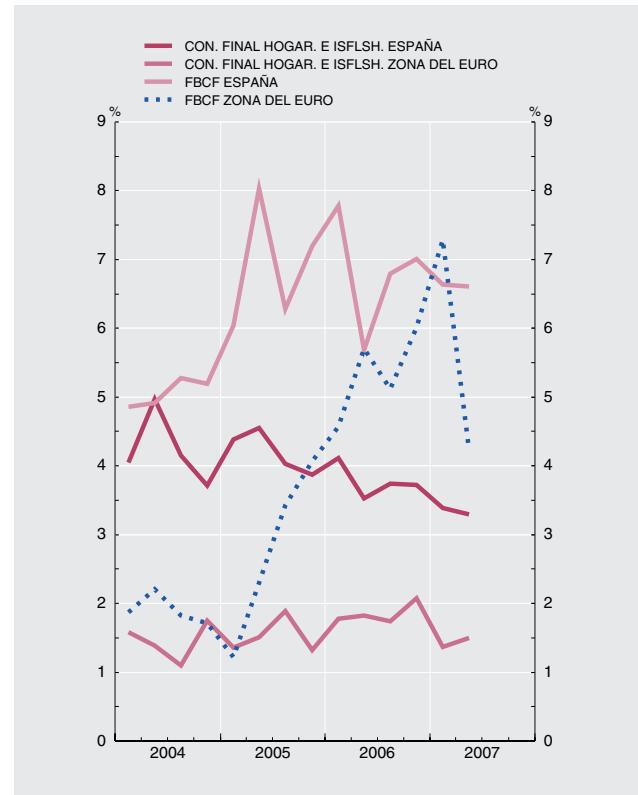
Tasas de variación interanual

	PIB		Consumo final de los hogares y de las ISFLSH		Consumo final de las AAPP		Formación bruta de capital fijo		Demanda nacional		Exportaciones de bienes y servicios		Importaciones de bienes y servicios		Pro memoria: PIB pm precios corrientes (g)			
	España	Zona del euro	España	Zona del euro (b)	España	Zona del euro (c)	España	Zona del euro (d)	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro (f)	España	Zona del euro
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
04	P	3,3	1,8	4,2	1,5	6,3	1,3	5,1	1,9	4,8	1,6	4,2	6,4	9,6	6,3	841	7 748	
05	P	3,6	1,6	4,2	1,5	5,5	1,4	6,9	2,8	5,1	1,8	2,6	4,6	7,7	5,4	908	8 021	
06	P	3,9	2,9	3,8	1,9	4,8	2,0	6,8	5,4	4,9	2,7	5,1	8,0	8,3	7,7	981	8 407	
04 //	P	3,6	1,8	4,1	1,1	7,1	1,3	5,3	1,8	5,0	1,8	4,5	6,8	9,4	7,7	212	1 945	
IV	P	3,4	1,6	3,7	1,7	6,4	0,8	5,2	1,7	4,6	1,6	3,7	6,2	8,1	7,1	216	1 958	
05 /	P	3,6	1,3	4,4	1,4	5,6	1,1	6,0	1,2	5,0	1,3	0,2	4,2	5,4	4,9	220	1 974	
II	P	3,7	1,4	4,6	1,5	5,9	1,5	8,0	2,3	5,6	1,4	3,1	3,7	9,7	5,4	225	1 994	
III	P	3,4	1,7	4,0	1,9	5,1	1,4	6,3	3,4	4,7	1,7	3,7	5,4	8,0	5,5	229	2 016	
IV	P	3,7	1,9	3,9	1,3	5,4	1,6	7,2	4,1	4,9	1,9	3,4	5,2	7,7	5,9	234	2 037	
06 /	P	3,7	2,5	4,1	1,8	4,9	2,2	7,8	4,6	5,2	2,5	5,7	8,5	10,6	9,0	238	2 060	
II	P	3,8	2,9	3,5	1,8	4,0	1,6	5,7	5,7	4,3	2,9	4,9	7,9	6,1	7,4	243	2 091	
III	P	3,9	2,9	3,7	1,7	4,8	1,9	6,8	5,1	4,9	2,9	4,2	6,7	7,5	7,4	247	2 115	
IV	P	4,0	3,3	3,7	2,1	5,7	2,1	7,0	6,0	5,1	3,3	5,7	9,0	8,9	7,2	252	2 141	
07 /	P	4,1	3,2	3,4	1,4	5,7	1,9	6,6	7,3	4,7	3,2	3,7	6,6	5,9	5,9	257	2 179	
II	P	4,0	2,5	3,3	1,5	5,5	1,9	6,6	4,2	4,6	2,5	4,8	5,9	6,7	5,0	261	2 199	

PIB Y DEMANDA INTERNA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual



COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000) y Eurostat.

a. España: elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002); zona del euro: elaborado según el SEC95. b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3,75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rubrica Importaciones de bienes y servicios. c. Zona del euro, consumo privado.

d. Zona del euro, consumo público. e. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

f. Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, e incluyen los intercambios comerciales transfronterizos dentro de la zona del euro.

g. Miles de millones de euros.

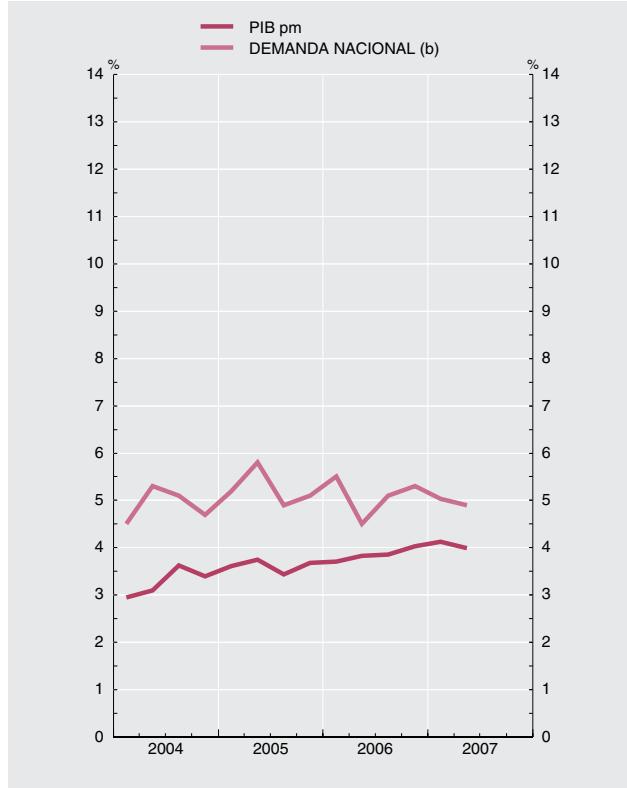
1.2. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. COMPONENTES DE LA DEMANDA. ESPAÑA: DETALLE (a)

■ Serie representada gráficamente.

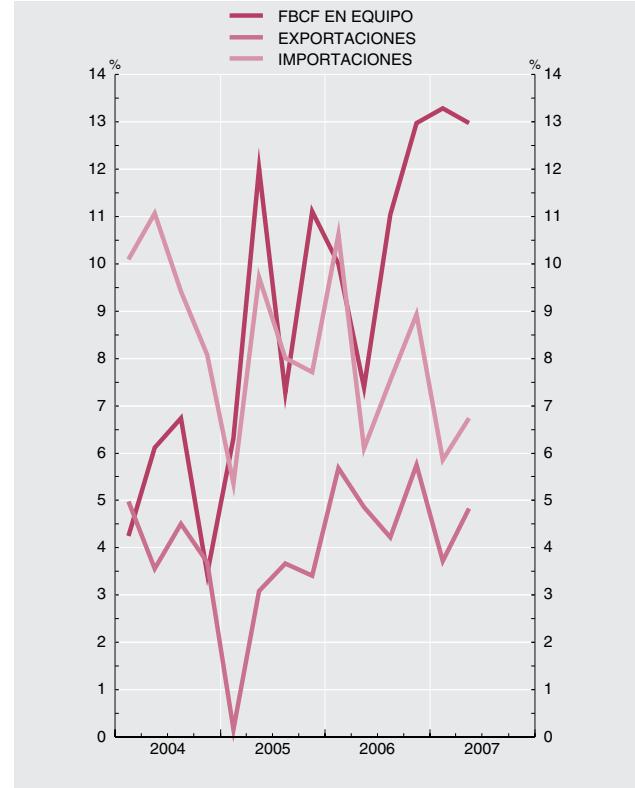
Tasas de variación interanual

	Formación bruta de capital fijo					Variación de existencias (b)	Exportación de bienes y servicios				Importación de bienes y servicios				Pro memoria	
	Total	Equipo	Construcción	Otros productos			Total	Bienes	Consumo final de no residentes en territorio económico	Servicios	Total	Bienes	Consumo final de residentes en el resto del mundo	Servicios	Demandada nacional (b) (c)	PIB
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	P	5,1	5,1	5,4	3,8	0,0	4,2	5,1	0,1	4,5	9,6	9,7	19,3	7,6	4,9	3,3
05	P	6,9	9,2	6,1	6,4	-0,1	2,6	1,1	2,3	9,7	7,7	7,1	20,6	8,2	5,3	3,6
06	P	6,8	10,4	6,0	4,6	0,1	5,1	4,6	1,5	11,0	8,3	8,0	6,0	10,0	5,1	3,9
04 /I/	P	5,3	6,7	5,2	3,4	0,1	4,5	5,7	0,7	3,6	9,4	9,4	16,0	8,4	5,1	3,6
04 /IV/	P	5,2	3,4	6,0	5,0	0,1	3,7	2,6	3,3	9,5	8,1	7,6	22,4	7,9	4,7	3,4
05 /I/	P	6,0	6,3	5,8	6,4	-0,0	0,2	-2,0	1,8	8,3	5,4	4,8	23,5	4,5	5,2	3,6
05 /II/	P	8,0	12,0	6,4	7,9	-0,1	3,1	1,8	1,7	10,5	9,7	10,4	24,9	3,5	5,8	3,7
05 /III/	P	6,3	7,3	6,1	5,6	-0,1	3,7	1,8	3,2	12,6	8,0	6,2	19,0	14,5	4,9	3,4
05 /IV/	P	7,2	11,1	6,0	5,6	-0,1	3,4	2,7	2,3	7,4	7,7	6,8	15,7	10,3	5,1	3,7
06 /I/	P	7,8	10,0	7,1	7,1	-0,0	5,7	5,2	0,5	13,2	10,6	10,4	4,6	13,0	5,5	3,7
06 /II/	P	5,7	7,4	5,5	3,8	0,0	4,9	3,9	5,5	8,2	6,1	4,7	4,0	13,6	4,5	3,8
06 /III/	P	6,8	11,0	5,9	3,7	0,1	4,2	4,5	0,6	6,6	7,5	8,0	11,4	4,5	5,1	3,9
06 /IV/	P	7,0	13,0	5,5	3,8	0,1	5,7	4,8	-0,5	16,2	8,9	9,1	4,2	9,4	5,3	4,0
07 /I/	P	6,6	13,3	5,2	2,3	0,1	3,7	3,6	1,5	6,5	5,9	5,6	7,0	6,7	5,0	4,1
07 /II/	P	6,6	13,0	4,6	4,3	0,0	4,8	4,8	-2,3	12,2	6,7	6,3	4,5	9,3	4,9	4,0

PIB. DEMANDA INTERNA
Tasas de variación interanual



PIB. COMPONENTES DE LA DEMANDA
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. aportación al crecimiento del PIB pm.

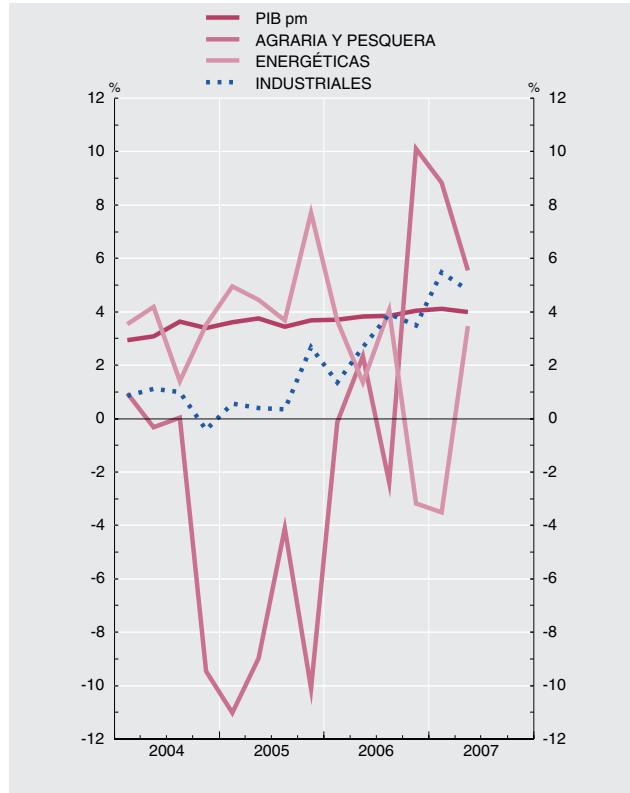
c. Demanda de los residentes dentro y fuera del territorio económico.

1.3. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. ÍNDICES DE VOLUMEN ENCADENADOS, REFERENCIA AÑO 2000=100. RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

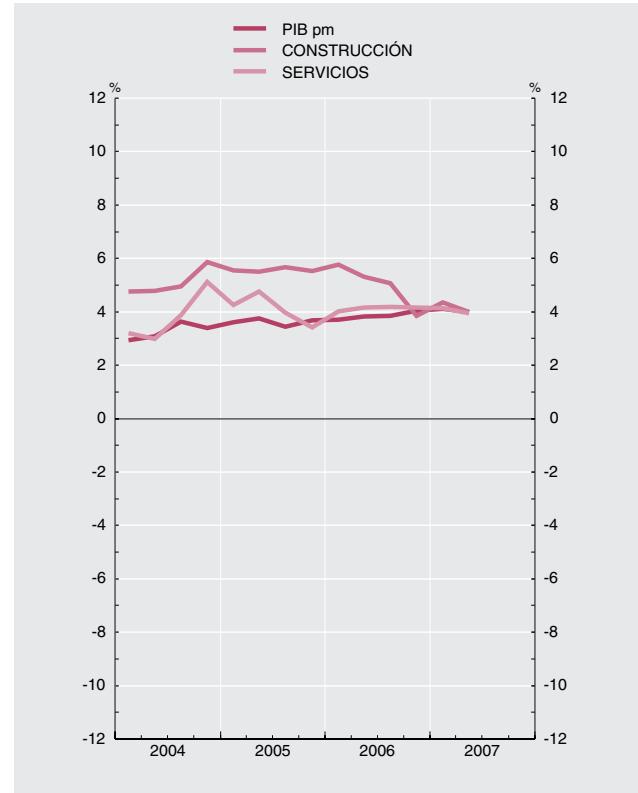
■ Serie representada gráficamente.

		Producto interior bruto a precios de mercado	Ramas agraria y pesquera	Ramas energéticas	Ramas industriales	Construcción	Ramas de los servicios			IVA que grava los productos	Impuestos netos sobre productos importados	Otros impuestos netos sobre los productos	Tasas de variación interanual				
							Total	Servicios de mercado	Servicios no de mercado								
04	P	3,3	-2,3	3,2	0,6	5,1	3,8	3,8	3,7	2,6	12,4	7,0					
05	P	3,6	-8,6	5,2	1,0	5,6	4,1	4,1	3,9	5,5	4,9	7,3					
06	P	3,9	2,4	1,4	2,9	5,0	4,1	4,1	4,3	4,3	5,9	2,3					
04	III	P	3,6	0,0	1,4	1,0	5,0	3,9	3,5	5,1	2,7	3,1	13,8				
	IV	P	3,4	-9,5	3,5	-0,4	5,9	5,1	5,1	5,0	3,2	18,7	-3,0				
05	I	P	3,6	-11,0	5,0	0,6	5,5	4,2	4,2	4,6	6,2	-1,1	9,1				
	II	P	3,7	-9,0	4,4	0,4	5,5	4,8	4,6	5,3	6,0	7,7	2,4				
	III	P	3,4	-4,1	3,7	0,4	5,7	4,0	4,3	2,7	5,4	4,9	3,4				
	IV	P	3,7	-10,1	7,7	2,7	5,5	3,4	3,5	3,3	4,3	8,4	14,9				
06	I	P	3,7	-0,1	3,7	1,4	5,8	4,0	4,1	3,6	4,8	10,5	2,7				
	II	P	3,8	2,3	1,4	2,7	5,3	4,2	4,1	4,5	4,3	5,6	1,3				
	III	P	3,9	-2,4	4,1	3,9	5,1	4,2	4,3	3,8	4,1	5,1	-0,4				
	IV	P	4,0	10,1	-3,2	3,5	3,9	4,2	3,9	5,2	3,8	2,8	5,6				
07	I	P	4,1	8,8	-3,5	5,5	4,4	4,1	4,1	4,2	4,0	-2,0	1,8				
	II	P	4,0	5,5	3,5	4,8	4,0	3,9	3,8	4,5	3,5	-2,3	2,9				

PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PIB. RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

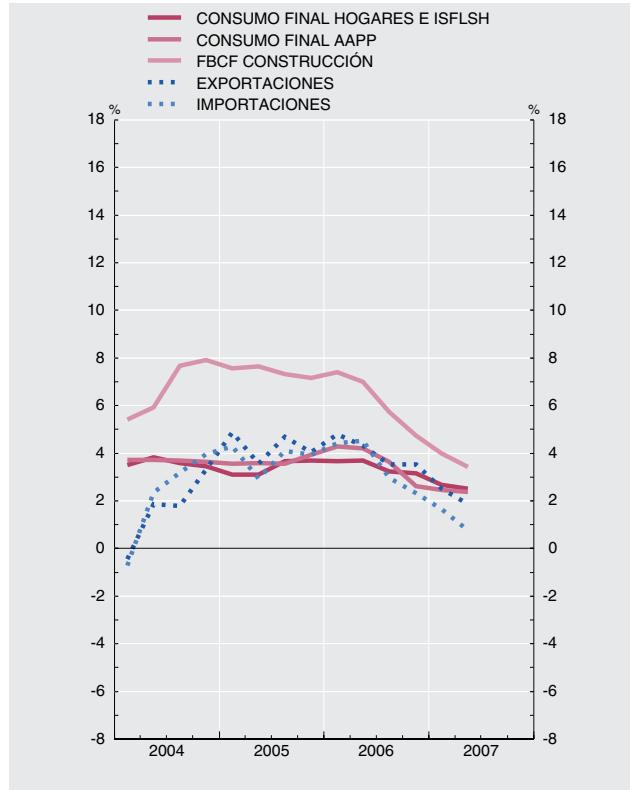
1.4. PRODUCTO INTERIOR BRUTO. DEFLECTORES IMPLÍCITOS. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

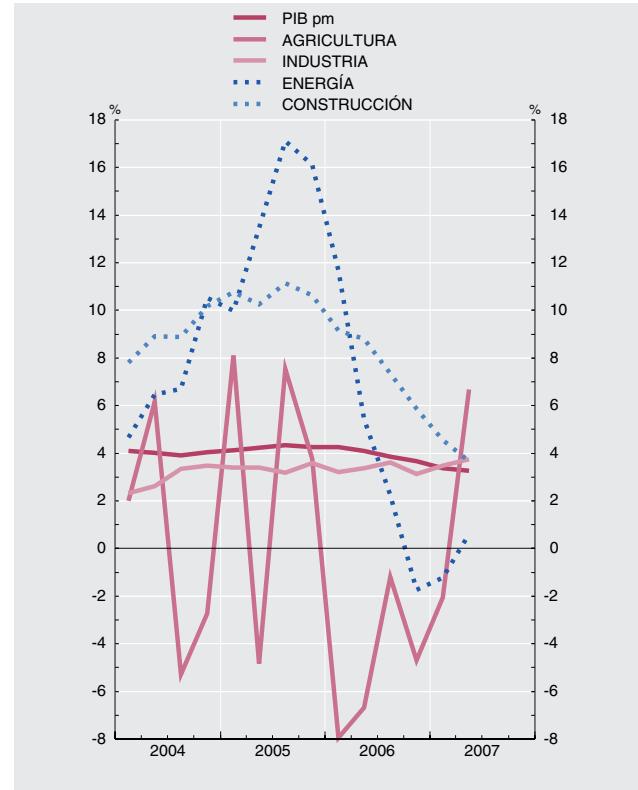
Tasas de variación interanual

	1	2	3	Componentes de la demanda					8	Ramas de actividad					14		
				Formación bruta de capital fijo			6	7		9	10	11	12	13			
				Bienes	Construcción	Otros productos											
04	P	3,6	3,7	2,2	6,8	6,0	1,6	2,2	4,0	0,0	7,1	2,9	9,0	3,3	3,1		
05	P	3,4	3,7	3,0	7,4	4,4	4,3	3,8	4,2	3,4	14,3	3,4	10,7	2,7	2,4		
06	P	3,4	3,7	2,0	6,2	3,7	4,0	3,5	4,0	-5,2	4,1	3,3	7,7	3,0	2,8		
04	III	P	3,6	3,7	2,4	7,7	6,2	1,8	3,2	3,9	-5,3	6,7	3,3	8,9	2,9	2,9	
	IV	P	3,5	3,6	2,2	7,9	6,2	3,3	4,0	4,1	-2,7	10,5	3,5	10,2	2,7	2,4	
05	I	P	3,1	3,6	2,5	7,6	5,4	4,9	4,3	4,1	8,1	10,0	3,4	10,8	2,2	2,1	
	II	P	3,1	3,6	3,6	7,7	4,8	3,6	2,9	4,2	-4,8	13,4	3,4	10,3	2,4	2,3	
	III	P	3,7	3,6	2,7	7,3	4,2	4,7	4,1	4,3	7,5	17,1	3,2	11,1	3,0	2,5	
	IV	P	3,7	3,9	3,1	7,2	3,5	4,0	3,9	4,3	3,8	16,1	3,6	10,6	3,2	2,9	
06	I	P	3,6	4,3	1,6	7,4	2,9	4,8	4,4	4,3	-8,0	11,7	3,2	9,2	2,8	2,5	
	II	P	3,7	4,2	1,8	7,0	3,7	4,3	4,5	4,1	-6,7	5,4	3,4	8,8	3,0	2,8	
	III	P	3,2	3,6	2,4	5,7	3,9	3,5	3,0	3,9	-1,2	2,2	3,6	7,3	3,3	3,3	
	IV	P	3,1	2,6	1,9	4,7	4,4	3,5	2,3	3,7	-4,7	-1,7	3,1	5,9	2,8	2,7	
07	I	P	2,7	2,5	3,2	4,0	6,0	2,5	1,7	3,4	-2,1	-1,2	3,5	4,6	3,2	3,2	
	II	P	2,5	2,4	2,9	3,4	5,6	1,9	0,8	3,3	6,7	0,6	3,7	3,7	3,3	3,4	

PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



PIB. DEFLECTORES IMPLÍCITOS Tasas de variación interanual



FUENTE: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España. Base 2000).

a. Elaborado según el SEC95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

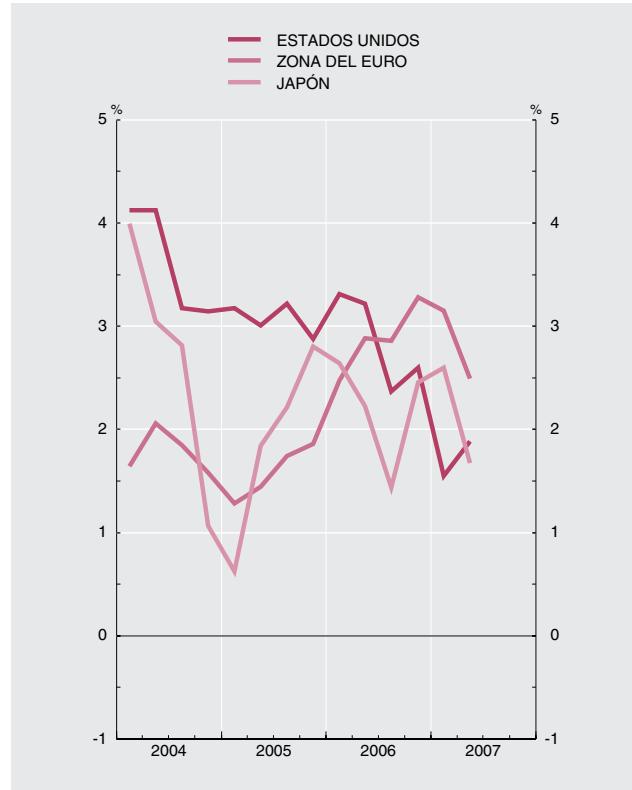
b. El gasto en consumo final puede realizarse en el territorio económico o en el resto del mundo (SEC95, 3.75). Luego incluye el consumo de los residentes en el resto del mundo, que, posteriormente, se deduce en la rúbrica Importaciones de bienes y servicios.

2.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS CONSTANTES. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

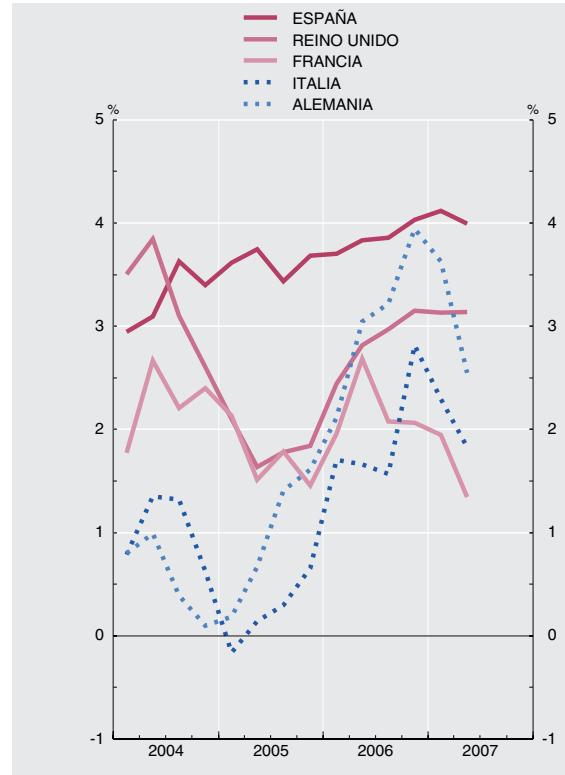
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
04	3,3	2,1	1,8	0,6	3,3	3,6	2,3	1,0	2,7	3,3	
05	2,7	1,7	1,6	1,0	3,6	3,1	1,7	0,2	1,9	1,8	
06	3,2	2,9	2,9	3,1	3,9	2,9	2,2	1,9	2,2	2,8	
04 //	3,8	2,4	2,1	1,0	3,1	4,1	2,7	1,3	3,0	3,8	
///	3,1	2,1	1,8	0,4	3,6	3,2	2,2	1,3	2,8	3,1	
/IV	2,7	1,8	1,6	0,1	3,4	3,1	2,4	0,6	1,1	2,6	
05 /	2,4	1,5	1,3	0,2	3,6	3,2	2,1	-0,2	0,6	2,1	
//	2,4	1,5	1,4	0,7	3,7	3,0	1,5	0,1	1,8	1,6	
///	2,9	1,8	1,7	1,4	3,4	3,2	1,8	0,3	2,2	1,8	
/IV	2,9	1,9	1,9	1,6	3,7	2,9	1,5	0,7	2,8	1,8	
06 /	3,3	2,5	2,5	2,1	3,7	3,3	2,0	1,7	2,6	2,4	
//	3,4	2,9	2,9	3,0	3,8	3,2	2,7	1,7	2,2	2,8	
///	3,0	2,9	2,9	3,2	3,9	2,4	2,1	1,6	1,4	3,0	
/IV	3,2	3,3	3,3	3,9	4,0	2,6	2,1	2,8	2,5	3,2	
07 /	2,8	3,1	3,2	3,6	4,1	1,5	1,9	2,3	2,6	3,1	
//	...	2,6	2,5	2,5	4,0	1,9	1,3	1,8	1,7	3,1	

PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



PRODUCTO INTERIOR BRUTO
Tasas de variación interanual



FUENTES: BCE, INE y OCDE.

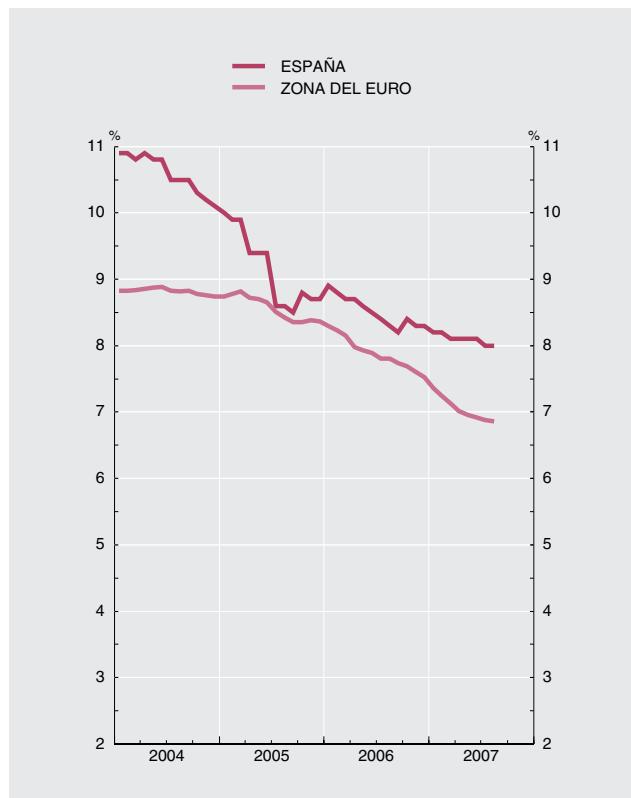
Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.2.

2.2. TASAS DE PARO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL

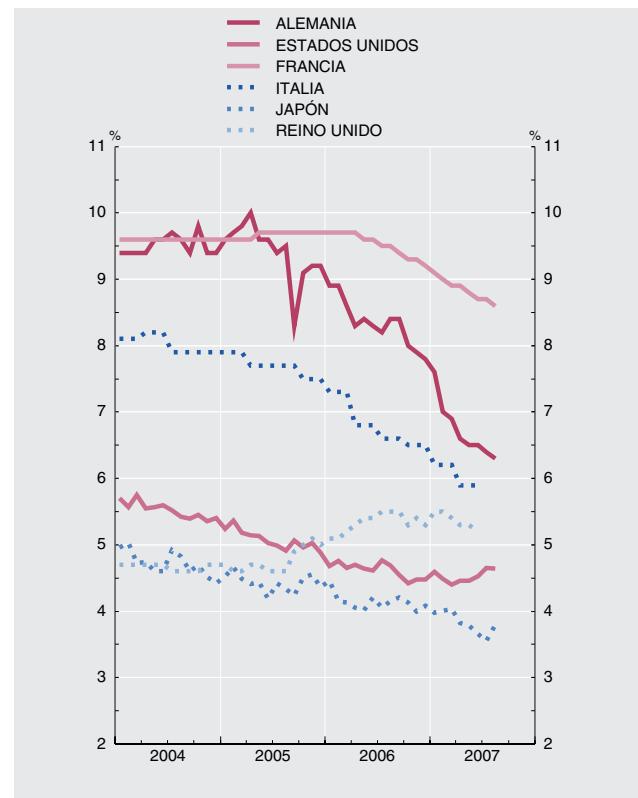
■ Serie representada gráficamente.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Porcentajes
OCDE	6,9	8,0	8,8	9,5	10,6	5,5	9,6	8,0	4,7	4,7	4,7
UE 15	6,6	7,9	8,6	9,4	9,2	5,1	9,7	7,7	4,4	4,4	4,8
Zona del euro	6,0	7,4	7,9	8,3	8,5	4,6	9,5	6,8	4,1	4,1	5,3
Alemania											
España											
Estados Unidos de América											
Francia											
Italia											
Japón											
Reino Unido											
04											
05											
06											
06 Mar	6,2	7,6	8,2	8,6	8,7	4,7	9,7	7,3	4,1	5,2	
Abr	6,1	7,5	8,0	8,3	8,7	4,7	9,7	6,8	4,1	5,3	
May	6,0	7,4	7,9	8,4	8,6	4,6	9,6	6,8	4,0	5,4	
Jun	6,0	7,4	7,9	8,3	8,5	4,6	9,6	6,8	4,2	5,4	
Jul	6,0	7,3	7,8	8,2	8,4	4,8	9,5	6,6	4,1	5,5	
Ago	6,0	7,3	7,8	8,4	8,3	4,7	9,5	6,6	4,2	5,5	
Sep	5,9	7,3	7,7	8,4	8,2	4,6	9,4	6,6	4,2	5,5	
Oct	5,8	7,2	7,7	8,0	8,4	4,4	9,3	6,5	4,1	5,3	
Nov	5,8	7,1	7,6	7,9	8,3	4,5	9,3	6,5	4,0	5,4	
Dic	5,7	7,1	7,5	7,8	8,3	4,5	9,2	6,5	4,1	5,3	
07 Ene	5,7	7,0	7,4	7,6	8,2	4,6	9,1	6,2	4,0	5,5	
Feb	5,6	6,9	7,2	7,0	8,2	4,5	9,0	6,2	4,0	5,5	
Mar	5,5	6,8	7,1	6,9	8,1	4,4	8,9	6,2	4,0	5,4	
Abr	5,5	6,7	7,0	6,6	8,1	4,5	8,9	5,9	3,8	5,3	
May	5,4	6,6	7,0	6,5	8,1	4,5	8,8	5,9	3,8	5,3	
Jun	5,4	6,6	6,9	6,5	8,1	4,5	8,7	5,9	3,7	5,2	
Jul	5,4	6,5	6,9	6,4	8,0	4,7	8,7	... 3,6	... 3,8	...	
Ago	5,4	6,5	6,9	6,3	8,0	4,6	8,6	... 3,8	... 3,8	...	

TASAS DE PARO



TASAS DE PARO



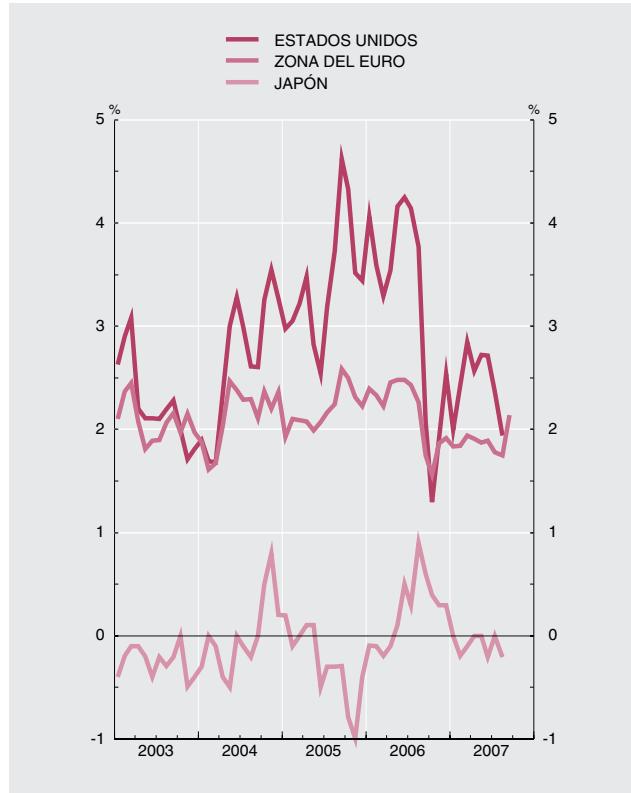
FUENTES: BCE y OCDE.

2.3. PRECIOS DE CONSUMO. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

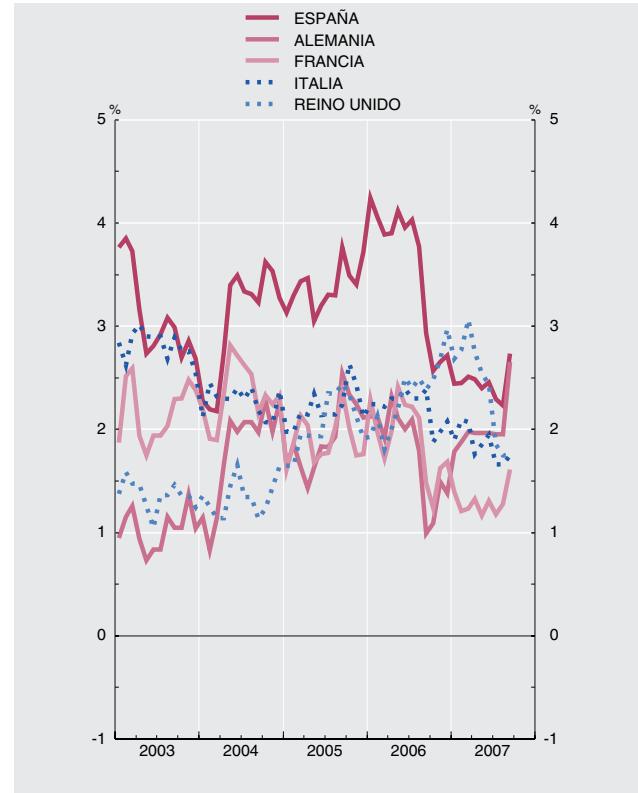
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE (Total)	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Tasas de variación interanual
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
03	2,3	2,0	2,1	1,0	3,1	2,3	2,2	2,8	-0,2	1,4	
04	2,3	2,0	2,1	1,8	3,1	2,7	2,3	2,3	-0,0	1,3	
05	2,5	2,1	2,2	1,9	3,4	3,4	1,9	2,2	-0,3	2,1	
06	2,6	2,2	2,2	1,8	3,6	3,2	1,9	2,2	0,2	2,3	
06 Abr	2,6	2,4	2,5	2,3	3,9	3,5	2,0	2,3	-0,1	2,0	
May	3,0	2,4	2,5	2,1	4,1	4,2	2,4	2,3	0,1	2,2	
Jun	3,2	2,5	2,5	2,0	4,0	4,2	2,2	2,4	0,5	2,5	
Jul	3,0	2,4	2,4	2,1	4,0	4,1	2,2	2,3	0,3	2,4	
Ago	2,9	2,3	2,3	1,8	3,8	3,8	2,1	2,3	0,9	2,5	
Sep	2,1	1,8	1,7	1,0	2,9	2,1	1,5	2,4	0,6	2,4	
Oct	1,7	1,7	1,6	1,1	2,6	1,3	1,2	1,9	0,4	2,5	
Nov	2,0	2,0	1,9	1,5	2,7	1,9	1,6	2,0	0,3	2,7	
Dic	2,2	2,1	1,9	1,4	2,7	2,5	1,7	2,1	0,3	3,0	
07 Ene	1,9	...	1,8	1,8	2,4	2,0	1,4	1,9	-	2,7	
Feb	2,1	...	1,8	1,9	2,5	2,4	1,2	2,1	-0,2	2,8	
Mar	2,4	...	1,9	2,0	2,5	2,8	1,2	2,1	-0,1	3,1	
Abr	2,2	...	1,9	2,0	2,5	2,6	1,3	1,8	-	2,8	
May	2,3	...	1,9	2,0	2,4	2,7	1,2	1,9	-	2,5	
Jun	2,2	...	1,9	2,0	2,5	2,7	1,3	1,9	-0,2	2,4	
Jul	2,0	...	1,8	2,0	2,3	2,4	1,2	1,7	-	1,9	
Ago	1,9	...	1,7	2,0	2,2	1,9	1,3	1,7	-0,2	1,7	
Sep	...	...	2,1	2,7	2,7	...	1,6	1,7	...	1,7	

PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTES: OCDE, INE y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 26.15.

a. Índices armonizados de precios de consumo para los países de la UE.

2.4. TIPOS DE CAMBIO BILATERALES E ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL Y REAL DEL EURO, DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE Y DEL YEN JAPONÉS

■ Serie representada gráficamente.

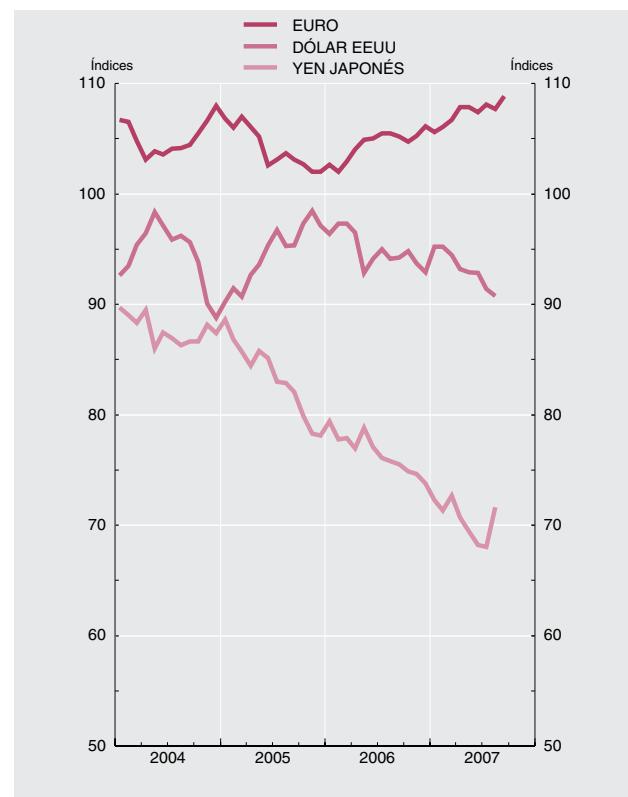
Media de cifras diarias

	Tipos de cambio			Índices del tipo de cambio efectivo nominal frente a países desarrollados. Base 1999 I = 100 (a)			Índices del tipo de cambio efectivo real frente a los países desarrollados. Base 1999 I = 100 (b)					
	Dólar estadounidense por euro/pecu	Yen japonés por pecu/euro	Yen japonés por dólar estadounidense	Euro	Dólar estadounidense	Yen japonés	Con precios de consumo			Con precios industriales		
							1	2	3	4	5	6
04	1,2433	134,41	108,18	104,3	89,5	101,8	105,1	94,5	87,7	104,2	95,2	87,2
05	1,2445	136,88	110,17	103,3	87,8	99,7	104,2	94,5	83,4	102,5	96,3	83,5
06	1,2561	146,09	116,32	103,6	86,9	93,7	104,5	94,9	76,5	102,9	96,2	78,0
06 E-S	1,2446	144,15	115,85	103,3	87,1	94,5	104,2	95,3	77,3	102,5	96,8	78,5
07 E-S	1,3446	160,40	119,31	106,7	84,0	88,4	107,4	93,2	70,5	104,7	94,2	72,7
06 Jul	1,2684	146,70	115,66	104,5	86,2	93,9	105,5	95,0	76,1	103,9	95,9	77,6
Ago	1,2811	148,53	115,94	104,6	85,6	93,1	105,5	94,1	75,8	103,8	95,4	77,1
Sep	1,2727	148,99	117,07	104,4	86,0	92,4	105,2	94,2	75,5	103,4	94,7	77,7
Oct	1,2611	149,65	118,67	103,9	86,9	91,6	104,7	94,8	74,9	103,4	95,3	77,0
Nov	1,2881	151,11	117,31	104,5	86,0	91,8	105,3	93,7	74,7	103,9	94,6	76,9
Dic	1,3213	154,82	117,18	105,5	85,3	90,8	106,1	92,9	73,8	104,9	93,8	75,9
07 Ene	1,2999	156,56	120,45	104,9	87,0	89,0	105,6	95,2	72,3	104,4	95,2	74,3
Feb	1,3074	157,60	120,55	105,4	86,7	88,8	106,1	95,2	71,3	104,6	95,3	73,6
Mar	1,3242	155,24	117,23	106,1	85,7	90,9	106,7	94,5	72,7	104,6	95,0	74,8
Abr	1,3516	160,68	118,88	107,1	84,4	88,6	107,8	93,2	70,7	105,0	94,2	72,8
May	1,3511	163,22	120,80	107,3	83,9	87,1	107,9	92,9	69,4	104,5	94,5	71,4
Jun	1,3419	164,55	122,63	106,9	83,6	85,9	107,4	92,8	68,2	104,2	94,2	70,5
Jul	1,3716	166,76	121,59	107,6	82,2	85,6	108,1	91,4	68,0	104,6	93,2	70,3
Ago	1,3622	159,05	116,75	107,1	82,0	89,7	107,7	90,8	71,6	104,6	92,0	74,1
Sep	1,3896	159,82	115,01	108,2	80,3	90,2	108,9	...	...	105,6	...	...

TIPOS DE CAMBIO BILATERALES



ÍNDICES DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO FRENTE A PAÍSES DESARROLLADOS



FUENTES: BCE y BE.

a. Media geométrica, calculada con el sistema de doble ponderación a partir del comercio de manufacturas de 1995 a 1997 (hasta 1999) y de 1999 a 2001 (a partir de 1999), de las variaciones de la cotización al contado de cada moneda respecto de las monedas que componen la agrupación.

La caída del índice significa una depreciación de la moneda frente a la agrupación.

b. Resultado de multiplicar los precios relativos de cada área-país (relación entre el índice de precios del área-país y el de los países del grupo) por el tipo de cambio efectivo nominal. La caída del índice refleja una depreciación del tipo efectivo real y, por consiguiente, puede interpretarse como una mejora de la competitividad de dicha área-país.

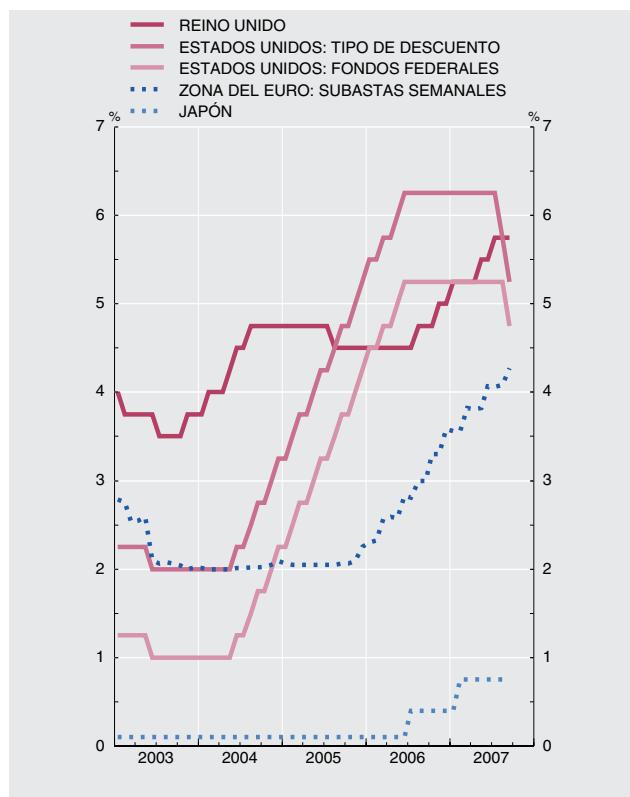
2.5. TIPOS DE INTERVENCIÓN DE LOS BANCOS CENTRALES Y TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO EN MERCADOS NACIONALES

■ Serie representada gráficamente.

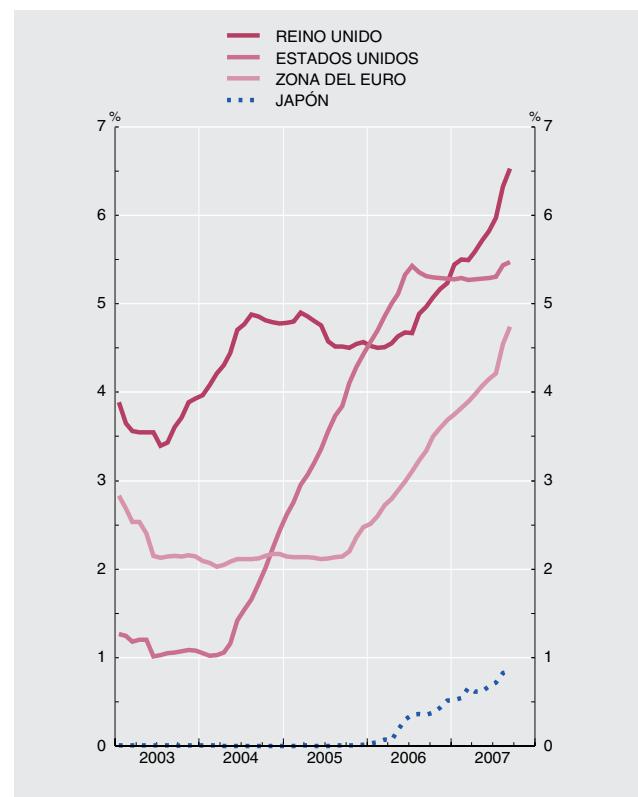
Porcentajes

	Tipos de intervención					Tipos interbancarios a tres meses										
	Zona del euro	Estados Unidos de América		Japón	Reino Unido	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	
		(a)	Tipo descuento (b)	Fondos federales	(c)	(d)	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
04		2,00	3,25	1,40	0,10	4,75	1,75	2,48	2,11	-	-	1,54	-	-	0,00	4,55
05		2,25	5,25	3,25	0,10	4,50	2,57	2,55	2,18	-	-	3,50	-	-	0,01	4,68
06		3,50	6,25	5,02	0,40	5,00	3,61	3,32	3,08	-	-	5,13	-	-	0,26	4,78
06 Abr		2,50	5,75	4,75	0,10	4,50	3,41	3,05	2,79	-	-	5,00	-	-	0,06	4,55
May		2,50	6,00	5,00	0,10	4,50	3,52	3,14	2,89	-	-	5,11	-	-	0,18	4,63
Jun		2,75	6,25	5,25	0,10	4,50	3,66	3,23	2,99	-	-	5,33	-	-	0,30	4,68
Jul		2,75	6,25	5,25	0,40	4,50	3,75	3,32	3,10	-	-	5,43	-	-	0,36	4,67
Ago		3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,78	3,46	3,23	-	-	5,36	-	-	0,36	4,89
Sep		3,00	6,25	5,25	0,40	4,75	3,81	3,57	3,34	-	-	5,31	-	-	0,36	4,97
Oct		3,25	6,25	5,25	0,40	4,75	3,87	3,72	3,50	-	-	5,30	-	-	0,37	5,08
Nov		3,25	6,25	5,25	0,40	5,00	3,91	3,82	3,60	-	-	5,29	-	-	0,44	5,16
Dic		3,50	6,25	5,25	0,40	5,00	3,95	3,90	3,68	-	-	5,28	-	-	0,51	5,23
07 Ene		3,50	6,25	5,25	0,40	5,25	3,99	4,00	3,75	-	-	5,28	-	-	0,52	5,44
Feb		3,50	6,25	5,25	0,75	5,25	4,03	4,06	3,82	-	-	5,29	-	-	0,54	5,50
Mar		3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,06	4,12	3,89	-	-	5,27	-	-	0,66	5,49
Abr		3,75	6,25	5,25	0,75	5,25	4,09	4,21	3,98	-	-	5,28	-	-	0,62	5,59
May		3,75	6,25	5,25	0,75	5,50	4,13	4,30	4,07	-	-	5,28	-	-	0,62	5,71
Jun		4,00	6,25	5,25	0,75	5,50	4,18	4,39	4,15	-	-	5,29	-	-	0,67	5,82
Jul		4,00	6,25	5,25	0,75	5,75	4,24	4,47	4,22	-	-	5,31	-	-	0,72	5,97
Ago		4,00	5,75	5,25	0,75	5,75	4,45	4,79	4,54	-	-	5,44	-	-	0,82	6,33
Sep		4,00	5,25	4,75	0,75	5,75	4,55	4,99	4,74	-	-	5,47	-	-	0,85	6,53

TIPOS DE INTERVENCIÓN



TIPOS INTERBANCARIOS A TRES MESES



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

a. Operaciones principales de financiación.

b. Desde enero de 2003, primary credit rate.

c. Tipos de interés de intervención (discount rate).

d. Oferta complementaria de liquidez (retail bank base rate).

2.6. RENDIMIENTOS DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS EN MERCADOS NACIONALES

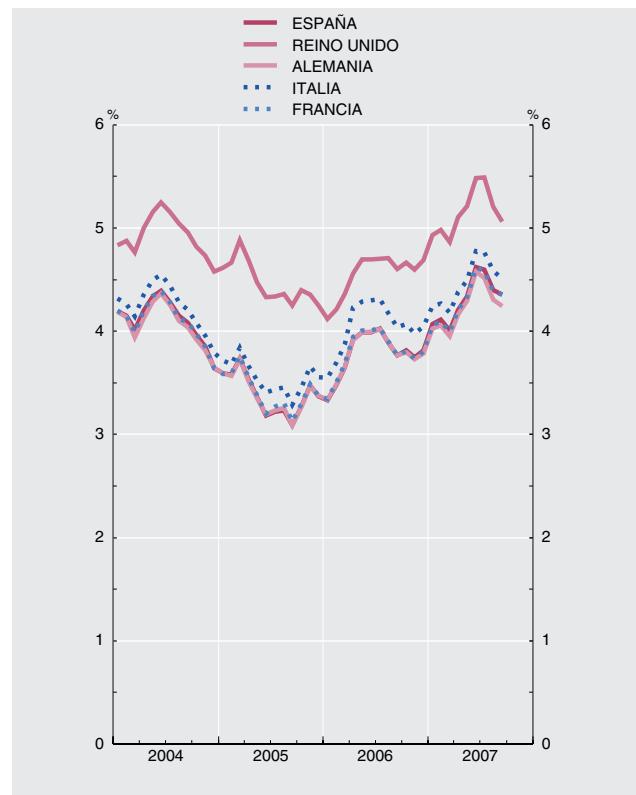
■ Serie representada gráficamente.

	OCDE	UE 15	Zona del euro	Alemania	España	Estados Unidos de América	Francia	Italia	Japón	Reino Unido	Porcentajes
1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
04	3,87	4,26	4,14	4,07	4,10	4,31	4,10	4,24	1,50	4,93	
05	3,58	3,59	3,44	3,38	3,39	4,33	3,41	3,56	1,39	4,47	
06	3,99	3,95	3,86	3,78	3,79	4,85	3,80	4,05	1,75	4,55	
06 Abr	4,15	4,08	4,01	3,91	3,92	5,04	3,95	4,23	1,91	4,56	
May	4,24	4,15	4,06	3,99	3,99	5,18	4,01	4,29	1,91	4,70	
Jun	4,23	4,16	4,07	3,99	3,99	5,17	4,01	4,30	1,87	4,70	
Jul	4,25	4,18	4,10	4,02	4,02	5,16	4,03	4,31	1,91	4,70	
Ago	4,10	4,08	3,97	3,90	3,89	4,95	3,90	4,18	1,81	4,71	
Sep	3,95	3,95	3,84	3,76	3,76	4,78	3,77	4,04	1,68	4,60	
Oct	3,98	3,99	3,88	3,80	3,81	4,78	3,81	4,07	1,76	4,67	
Nov	3,89	3,91	3,80	3,73	3,75	4,66	3,74	3,97	1,70	4,60	
Dic	3,88	3,98	3,90	3,79	3,82	4,60	3,80	4,04	1,64	4,69	
07 Ene	4,08	4,22	4,10	4,03	4,07	4,81	4,06	4,24	1,71	4,93	
Feb	4,08	4,25	4,12	4,05	4,11	4,79	4,10	4,27	1,71	4,98	
Mar	3,96	4,15	3,98	3,95	4,01	4,61	3,99	4,18	1,62	4,86	
Abr	4,11	4,36	4,25	4,16	4,21	4,75	4,21	4,38	1,68	5,10	
May	4,18	4,48	4,37	4,29	4,34	4,79	4,33	4,49	1,68	5,21	
Jun	4,49	4,77	4,66	4,58	4,62	5,17	4,62	4,78	1,89	5,49	
Jul	4,44	4,74	4,63	4,52	4,60	5,07	4,58	4,76	1,89	5,49	
Ago	4,18	4,53	4,43	4,31	4,40	4,74	4,39	4,58	1,65	5,20	
Sep	4,08	4,46	4,37	4,24	4,35	4,56	4,36	4,51	1,61	5,06	

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



FUENTES: BCE, Agencia Reuters y BE.

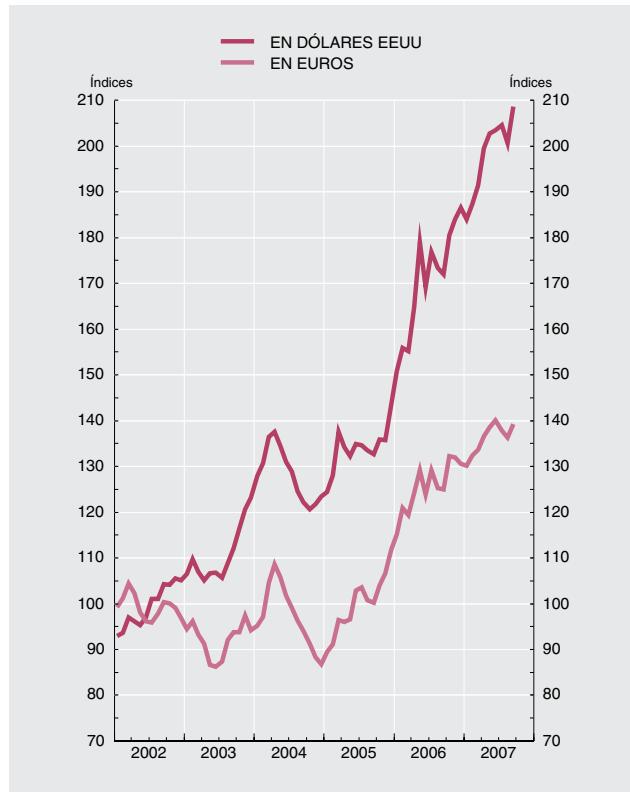
2.7. MERCADOS INTERNACIONALES.ÍNDICE DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS. PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL ORO

■ Serie representada gráficamente.

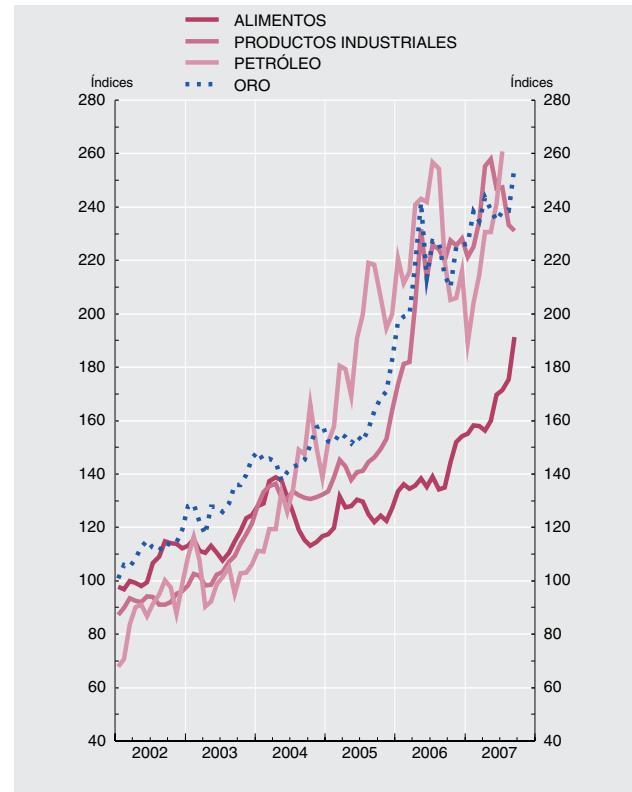
Base 2000 = 100

	Índice de precios de materias primas no energéticas (a)							Petróleo		Oro			
	En euros	En dólares estadounidenses						Índice (b)	Mar Norte	Oro			
		General	General	Alimentos	Productos industriales					Índice (c)	Dólares estadounidenses por onza troy	Euros por gramo	
	1	2	3	4	5	6	7						
02	99,3	99,5	105,2	92,4	101,0	84,7	88,5	25,0	111,1	310,0	10,55		
03	92,2	110,7	114,4	106,2	118,7	95,5	102,3	28,9	130,3	363,6	10,33		
04	97,4	128,3	125,5	132,2	131,5	130,7	133,8	38,3	146,7	409,2	10,58		
05	100,0	134,0	125,5	144,8	131,2	152,1	189,2	54,2	159,5	445,1	11,53		
06	125,6	170,8	139,3	211,6	147,3	246,4	227,8	64,9	216,7	604,6	15,45		
06 E-S	123,6	166,4	135,7	206,3	150,6	236,4	234,1	66,7	215,5	601,3	15,50		
07 E-S	136,1	198,1	166,2	239,3	158,7	283,3	...	67,6	238,7	665,9	15,92		
06 Ago	125,3	173,4	134,3	224,1	150,4	264,0	254,3	72,9	226,8	632,6	15,85		
Sep	125,0	172,0	134,9	219,9	139,1	264,0	219,5	61,2	214,4	598,2	15,12		
Oct	132,2	180,5	144,2	227,5	137,4	276,6	205,2	57,3	210,0	585,8	14,93		
Nov	132,0	184,1	152,0	225,6	135,0	274,9	205,9	58,5	225,1	627,8	15,66		
Dic	130,6	186,6	154,1	228,2	139,9	276,9	216,1	62,8	225,8	629,9	15,32		
07 Ene	130,2	183,9	155,2	221,2	150,9	259,7	189,1	53,6	226,2	631,2	15,62		
Feb	132,3	187,3	158,2	225,1	156,2	262,6	203,9	57,6	238,3	664,7	16,34		
Mar	133,7	191,5	158,0	234,7	154,3	278,6	214,6	62,3	234,8	654,9	15,90		
Abr	136,6	199,5	156,4	255,3	158,6	308,0	230,6	67,8	243,5	679,4	16,15		
May	138,5	202,7	159,9	258,0	160,0	311,4	230,6	67,4	239,0	666,9	15,87		
Jun	140,1	203,5	169,8	247,0	163,7	292,4	241,5	71,8	235,0	655,5	15,70		
Jul	137,8	204,6	171,5	247,4	161,9	294,0	260,9	77,9	238,4	665,0	15,59		
Ago	136,3	200,6	175,4	233,2	160,4	273,0	...	71,7	238,5	665,4	15,70		
Sep	139,3	208,7	191,4	231,0	162,1	268,7	...	78,2	255,0	711,3	16,47		

ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS



ÍNDICES DE PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS NO ENERGÉTICAS, PETRÓLEO Y ORO



FUENTES: The Economist, FMI, BCE y BE.

a. Las ponderaciones están basadas en el valor de las importaciones mundiales de materias primas en el periodo 1999-2001.

b. Índice del promedio de los precios en dólares estadounidenses de distintos tipos de crudo, mediano, liviano y pesado.

c. Índice del fixing en dólares estadounidenses a las 15.30 h. en el mercado de Londres.

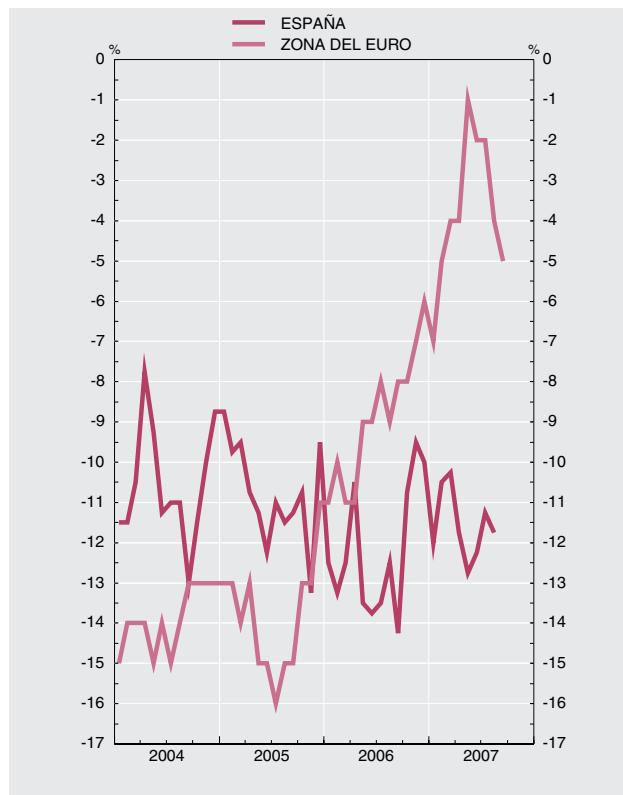
3.1 INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

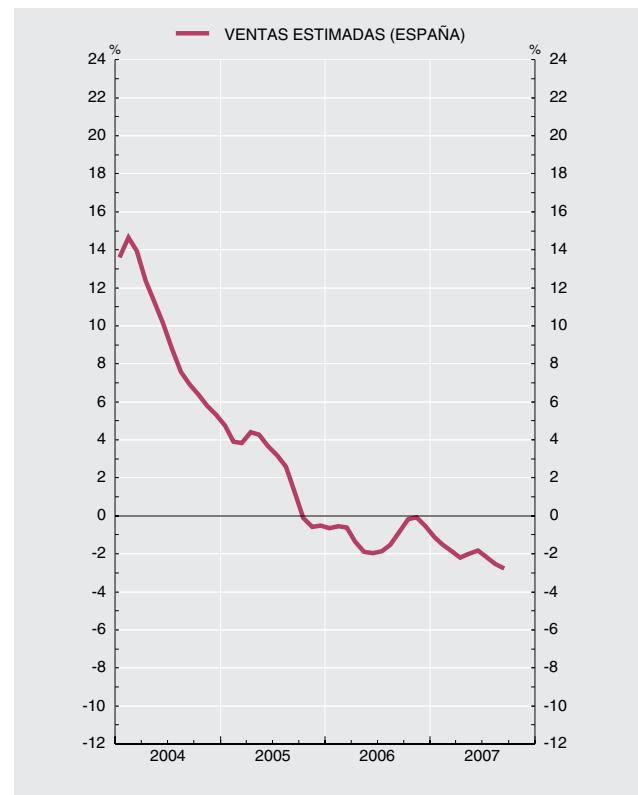
	Encuestas de opinión (porcentajes netos)							Matriculaciones y ventas de automóviles				Comercio al por menor: índice de ventas						
	Consumidores			Índice de confianza del comercio minorista	Pro memoria: zona del euro		De las que	Pro memoria: zona del euro	Índice general			Por tipo de producto (índices deflactados)			Pro memoria: zona del euro. Índice deflactado			
	Índice de confianza	Situación económica general: tendencia prevista	Situación económica hogares: tendencia prevista		Índice de confianza consumidor	Índice de confianza comercio minorista			Matriculaciones	Uso privado	Ventas estimadas	Nominal	Del cual	Alimentación (b)	Resto (c)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
04		-11	-4	-1	-6	-14	-8	10,8	12,2	10,3	0,9	5,5	2,8	4,4	0,4	4,5	1,5	
05		-11	-7	-1	-5	-14	-8	1,4	1,9	2,1	1,7	4,4	1,3	3,2	0,1	2,1	1,3	
06	P	-12	-12	-3	-9	-9	1	-1,0	-0,8	-0,9	3,2	5,0	1,6	2,6	0,7	2,2	2,0	
06 E-S	P	-13	-12	-3	-9	-10	-0	-1,6	-1,4	-1,7	2,4	5,0	1,1	2,9	0,4	1,6	2,0	
07 E-S	A	...	...	...	-11	-4	1	-1,7	-2,5	-2,0	-1,1	...	...	...	...	...	...
06 Oct	P	-11	-10	-2	-7	-8	4	7,1	8,1	8,0	-0,4	4,2	2,3	-1,2	-1,2	4,6	1,6	
Nov	P	-10	-9	-1	-11	-7	3	1,9	2,1	2,3	4,4	5,8	3,6	3,7	3,2	3,9	2,1	
Dic	P	-10	-11	-2	-8	-6	-	-4,7	-6,3	-3,8	13,1	5,5	3,3	2,8	3,0	3,5	2,9	
07 Ene	P	-12	-11	-2	-12	-7	-1	9,1	11,3	2,7	-2,9	6,2	4,6	1,7	3,2	5,5	0,9	
Feb	P	-11	-10	-3	-10	-5	-1	-4,3	-4,7	-4,4	-3,7	5,3	3,6	2,9	1,8	4,8	1,2	
Mar	P	-10	-8	-	-12	-4	-	-0,4	-6,6	-0,2	0,7	7,1	5,4	7,8	4,6	5,9	2,6	
Apr	P	-12	-12	-3	-11	-4	-	-	-5,9	-2,2	-6,0	-5,8	3,1	1,5	-1,7	-0,4	2,8	1,6
May	P	-13	-10	-4	-8	-1	2	-0,3	-4,0	-0,2	-0,9	4,7	3,2	2,3	2,3	3,8	0,4	
Jun	P	-12	-9	-3	-9	-2	2	-1,8	-4,7	-1,8	0,6	5,6	4,0	5,6	3,3	4,5	1,1	
Jul	P	-11	-9	-2	-14	-2	3	-0,3	0,2	-0,0	0,8	4,7	3,4	1,4	0,7	5,2	1,3	
Ago	P	-12	-10	-2	-7	-4	3	-4,2	-3,7	-2,7	0,6	5,5	4,3	2,4	2,3	5,6	0,7	
Sep	A	...	...	...	-18	-5	-3	-8,3	-7,3	-7,7	0,3	...	...	...	...	...	...

ÍNDICE DE CONFIANZA CONSUMIDORES



VENTAS DE AUTOMÓVILES

(Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Comisión de la UE (European Economy. Suplement B), INE, DGT, ANFAC y BCE.

a. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general. Desde enero de 2003, INE.

b. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC de alimentación y bebidas. Desde enero de 2003, INE.

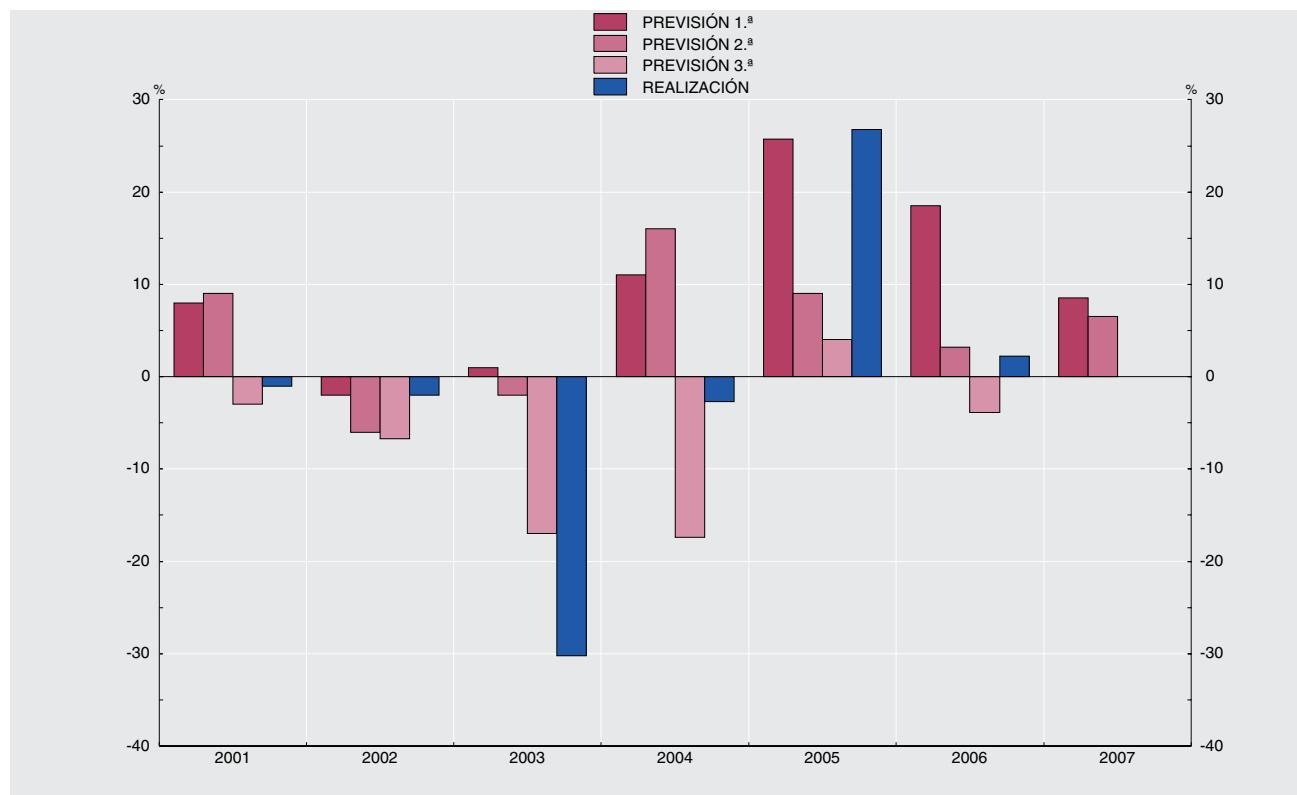
c. Hasta diciembre de 2002, deflactada por el IPC general excepto alimentación, bebidas y tabaco. Desde enero de 2003, INE.

3.2. ENCUESTA DE INVERSIONES EN LA INDUSTRIA (EXCEPTO CONSTRUCCIÓN). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

	Realización	Previsión 1. ^a	Previsión 2. ^a	Previsión 3. ^a	Tasas de variación interanual a precios corrientes
1	■	■	■	■	■
01	-1	8	9	-3	
02	-2	-2	-6	-7	
03	-30	1	-2	-17	
04	-3	11	16	-17	
05	27	26	9	4	
06	2	19	3	-4	
07	...	9	7	...	

INVERSIÓN INDUSTRIAL Tasas de variación anuales



FUENTE: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.

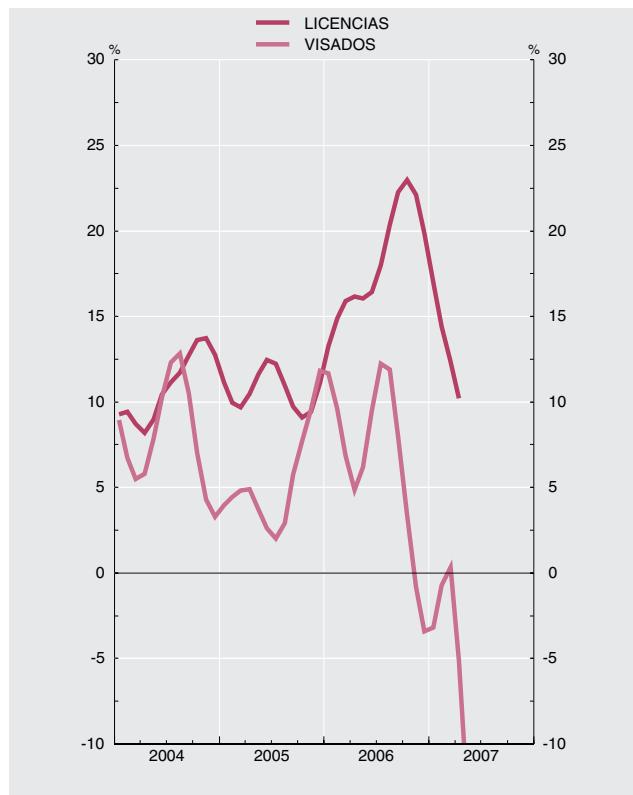
Nota: La primera previsión se realiza en el otoño del año anterior; la segunda y la tercera, en primavera y otoño del año en curso, respectivamente; la información correspondiente a la realización del año t se obtiene en la primavera del año t+1.

3.3. CONSTRUCCIÓN. INDICADORES DE OBRAS INICIADAS Y CONSUMO DE CEMENTO. ESPAÑA

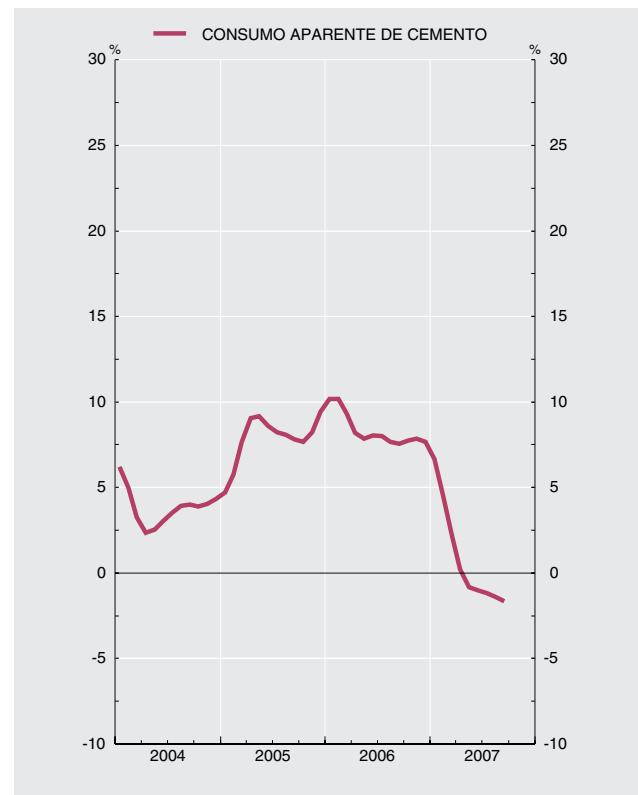
- Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



INDICADORES DE LA CONSTRUCCIÓN (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: Ministerio de Fomento y Asociación de Fabricantes de Cemento de España.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadros 7, 8 y 9.

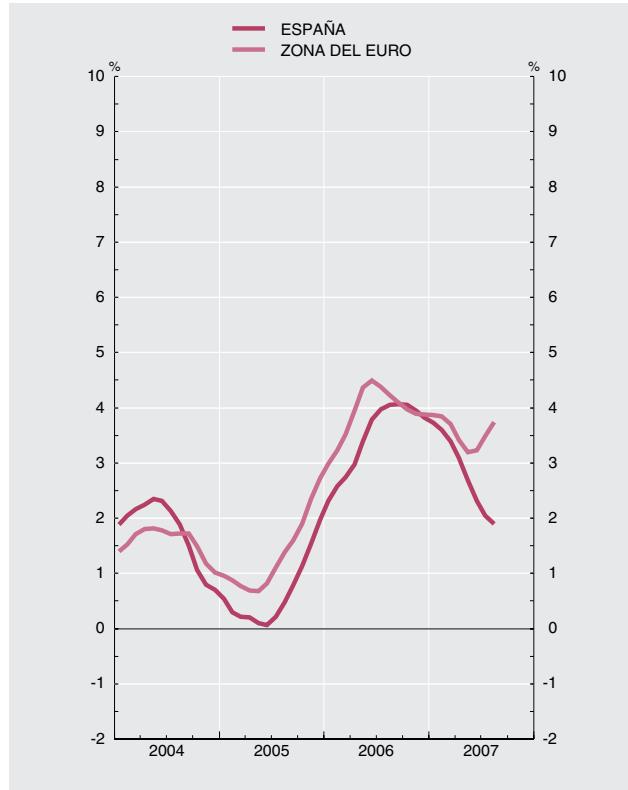
3.4. ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

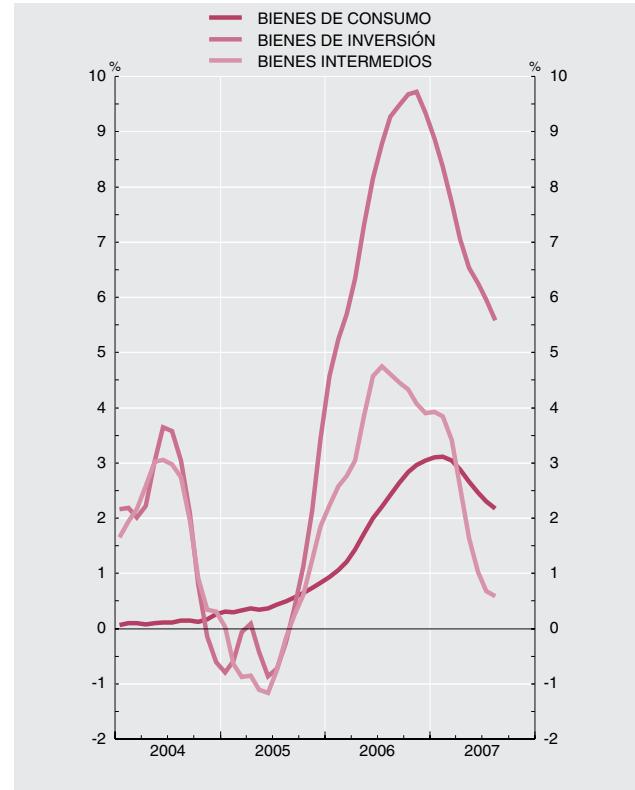
Tasas de variación interanual

	Índice general		Por destino económico de los bienes				Por ramas de actividad			Pro memoria: zona del euro						
	Total		Consumo	Inversión	Intermedios	Energía	Extractivas	Manufactureras	Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	Del cual		Por destino económico de los bienes				
	Serie original	1 T 12	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
04	MP	102,3	1,8	0,0	1,9	1,9	4,9	-4,8	1,2	7,0	2,2	2,2	0,6	3,4	2,4	
05	MP	102,4	0,1	0,2	-0,7	-0,6	2,9	-4,0	-0,3	4,1	1,3	1,3	0,5	2,8	0,9	
06	MP	106,2	3,7	2,1	8,2	3,8	0,9	2,4	4,0	1,1	4,0	4,4	2,5	5,8	5,0	
06	E-A	MP	105,0	3,9	1,8	8,0	4,1	2,6	2,0	4,1	2,4	4,0	4,2	2,3	5,5	4,8
07	E-A	MP	108,3	3,1	3,3	7,2	2,5	-1,2	-0,2	3,7	-0,9	3,4	...	3,2	6,0	4,3
06	May	P	115,6	8,1	7,6	13,2	7,4	3,2	4,5	8,7	3,7	5,9	6,7	4,9	8,5	7,2
Jun	P	115,8	5,2	2,6	8,7	6,2	3,0	1,2	5,6	2,7	4,9	5,2	2,9	5,5	7,2	
Jul	P	110,8	4,2	1,2	7,1	5,1	4,1	-7,3	3,9	7,2	3,6	3,9	1,5	4,4	5,2	
Ago	P	79,8	5,0	2,0	14,0	5,2	3,3	-1,5	5,4	3,8	5,6	6,1	2,3	7,8	7,9	
Sep	P	109,1	1,1	-0,5	3,4	1,5	0,1	-2,8	1,0	2,6	3,5	3,8	1,5	5,4	4,6	
Oct	P	112,3	7,3	7,5	12,2	7,1	0,4	11,6	7,8	2,0	4,1	4,8	3,1	5,9	5,4	
Nov	P	115,1	4,1	4,0	12,6	3,9	-6,8	1,0	5,5	-6,7	3,0	4,0	2,6	6,4	3,4	
Dic	P	97,4	0,6	-0,8	6,6	0,5	-3,1	3,8	1,2	-3,0	5,0	6,1	4,3	7,5	7,8	
07	Ene	P	109,6	7,5	8,4	13,6	7,9	-2,4	0,6	8,8	-1,7	3,2	5,6	4,5	7,0	5,4
Feb	P	106,5	3,6	3,6	10,3	4,1	-6,6	-9,4	5,1	-5,9	4,1	6,0	3,1	7,5	7,3	
Mar	P	119,0	2,1	2,9	4,1	3,0	-4,2	-8,4	2,9	-2,0	4,2	5,7	4,4	6,7	6,6	
Abr	P	102,8	6,3	6,2	8,6	4,7	7,8	0,7	6,1	9,0	2,9	3,9	2,9	5,2	3,7	
May	P	118,0	2,1	2,6	4,0	0,1	3,9	-0,4	2,0	3,1	2,7	2,9	2,1	3,9	2,5	
Jun	P	115,2	-0,5	-1,7	3,8	-1,4	-2,6	-2,0	-0,3	-1,9	2,3	2,6	1,2	4,5	2,5	
Jul	P	114,7	3,5	4,4	10,4	2,3	-3,7	14,7	4,5	-4,5	3,9	4,6	2,8	7,1	3,8	
Ago	P	80,3	0,6	0,6	2,7	-0,3	0,2	5,7	0,7	-0,6	4,3	...	5,0	6,5	3,2	

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. TOTAL (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL. COMPONENTES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 1.

3.5. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. INDUSTRIA Y CONSTRUCCIÓN. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

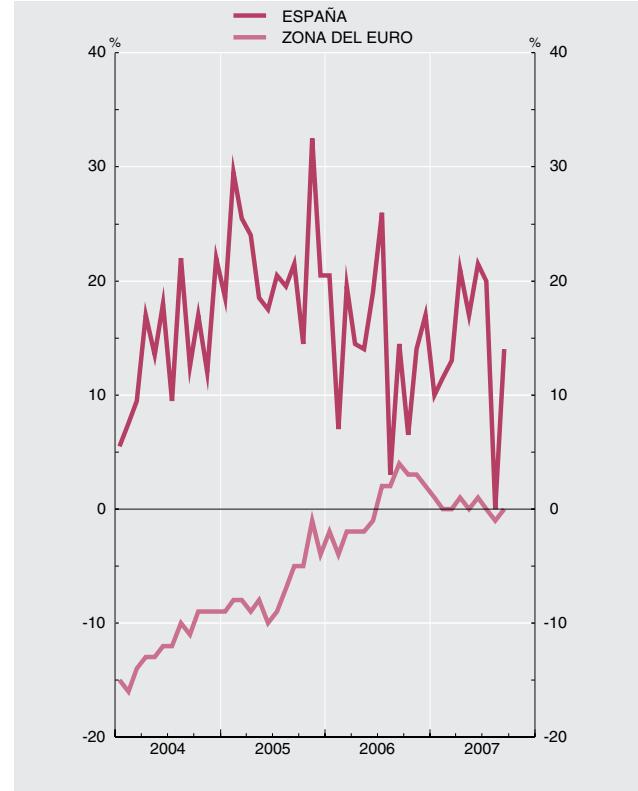
Saldo

		Industria, sin construcción						Construcción						Pro memoria: zona del euro					
		Indicador del clima industrial	Producción tres últimos meses	Tendencia de la producción	Cartera de pedidos total	Cartera de pedidos extranjeros	Nivel de existencias	Indicador del clima industrial				Indicador del clima en la construcción	Nivel de producción	Nivel de contratación	Tendencia		Industria, sin construcción	Indicador del clima en la construcción	
								Consumo	Equipo	Intermedios	Otros sectores				Producción	Contratación			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
04	M	-3	4	10	-8	-17	11	-4	1	-5	-0	14	7	21	30	26	-5	-16	-12
05	M	-4	0	7	-9	-18	12	-1	-5	-6	1	22	31	35	30	22	-7	-17	-7
06	M	-2	7	6	-1	-11	12	-3	1	-3	-1	15	27	22	30	15	2	-	0
06	E-S	M	-3	6	6	-2	-12	12	-4	-1	-3	15	33	23	29	12	1	-2	-1
07	E-S	M	-0	8	7	3	-6	10	-2	5	-1	14	27	16	26	25	5	7	0
06	Jun		-0	10	9	1	-7	11	-2	1	0	-3	19	51	22	34	9	3	2
	Jul		-2	11	8	-2	-9	11	-2	-2	-1	-2	26	39	37	22	16	4	3
	Ago		-3	12	2	0	-9	12	-6	-5	-0	1	3	38	-1	7	3	3	2
	Sep		-1	9	10	0	-11	13	-1	3	-4	0	15	51	21	21	5	4	4
	Oct		-1	10	7	1	-9	10	-5	6	-2	-3	7	10	13	12	3	5	5
	Nov		-0	10	8	3	-10	13	-0	2	-1	-1	14	13	18	2	30	6	6
	Dic		1	12	7	6	-9	9	-1	6	1	-2	17	9	32	7	38	6	8
07	Ene		1	3	8	6	-10	12	2	2	0	-1	10	19	9	28	8	5	1
	Feb		0	5	8	4	-7	11	-1	4	0	-2	12	15	14	18	24	5	-
	Mar		2	7	8	5	-8	9	-2	7	2	-4	13	6	9	52	44	6	8
	Abr		-	9	4	5	-5	9	-3	3	1	-2	21	27	24	27	20	7	9
	May		-1	9	6	1	-7	11	-3	4	-3	-1	17	39	19	26	17	6	8
	Jun		0	14	9	1	-3	9	-2	7	-2	1	22	34	28	48	16	6	7
	Jul		-0	13	5	2	-1	8	-1	8	-3	-4	20	53	25	19	29	5	6
	Ago		-1	7	8	2	-8	14	-2	1	-2	-6	-	34	-4	19	47	5	7
	Sep		-1	6	5	1	-4	9	-4	7	-2	-7	14	17	21	-4	21	3	-

CLIMA EN LA INDUSTRIA
Saldos



CLIMA EN LA CONSTRUCCIÓN
Saldos



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

a. Corregidos de variaciones estacionales.

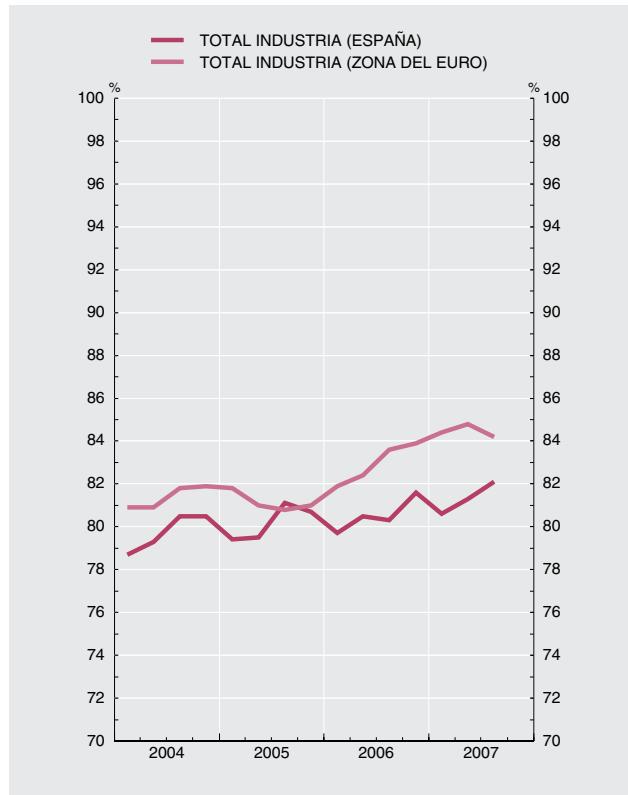
3.6. ENCUESTA DE COYUNTURA INDUSTRIAL. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

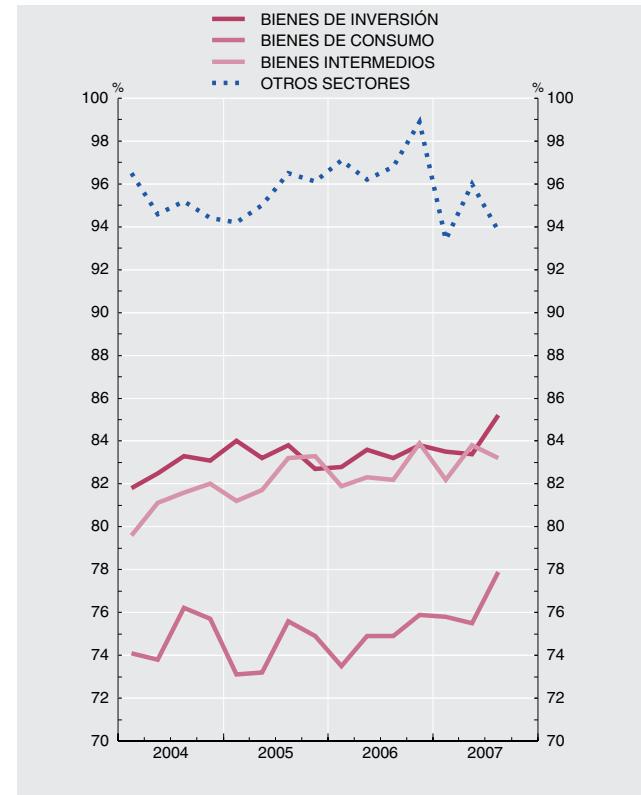
Porcentajes y saldos

	Total industria			Bienes de consumo			Bienes de inversión			Bienes intermedios			Otros sectores			Pro memoria: zona del euro. Utiliza- ción de la capaci- dad pro- ductiva (%)
	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada		Capaci- dad produc- tiva instalada (Saldos)	Utilización de la capacidad productiva instalada			
	En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		En los tres últimos meses	Prevista (%)		
	1	2		4	5		7	8		10	11		13	14		
04	79,8	81,0	6	75,0	76,6	7	82,7	83,5	6	81,1	82,3	5	95,2	95,2	2	81,4
05	80,2	81,5	5	74,2	76,3	6	83,4	84,3	5	82,4	83,3	4	95,5	95,1	0	81,2
06	80,5	81,6	4	74,8	76,5	4	83,4	83,8	7	82,6	83,5	4	97,3	97,5	-	83,0
06 I-III	80,2	81,3	5	74,4	76,4	4	83,2	83,4	8	82,1	83,1	5	96,7	97,2	-	82,6
07 I-III	81,3	82,6	2	76,4	78,2	5	84,0	84,8	-2	83,1	84,3	1	94,4	95,3	-	84,5
05 I	79,4	81,2	4	73,1	75,9	3	84,0	84,8	4	81,2	82,6	4	94,2	95,0	-	81,8
II	79,5	81,7	5	73,2	76,3	6	83,2	85,1	3	81,7	83,4	5	95,0	96,6	-	81,0
III	81,1	81,8	5	75,6	76,4	8	83,8	84,4	4	83,2	83,9	5	96,5	96,7	-	80,8
IV	80,7	81,3	5	74,9	76,7	6	82,7	82,9	8	83,3	83,4	3	96,1	91,9	0	81,0
06 I	79,7	80,5	9	73,5	75,5	6	82,8	82,6	14	81,9	82,5	9	97,1	97,4	-	81,9
II	80,5	82,2	5	74,9	77,9	5	83,6	84,2	7	82,3	83,8	5	96,2	96,5	-	82,4
III	80,3	81,1	2	74,9	75,9	1	83,2	83,4	4	82,2	83,0	1	96,8	97,8	-	83,6
IV	81,6	82,4	2	75,9	76,5	3	83,8	84,8	5	83,9	84,8	-0	98,9	98,4	-	83,9
07 I	80,6	81,7	2	75,8	77,2	4	83,5	83,8	1	82,2	83,4	1	93,4	95,9	-	84,4
II	81,3	82,8	3	75,5	78,1	6	83,4	84,0	2	83,8	85,2	2	96,0	95,3	-	84,8
III	82,1	83,3	1	77,9	79,4	5	85,2	86,5	-7	83,2	84,2	1	93,8	94,6	-	84,2

UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA
Porcentajes



UTILIZACIÓN CAPACIDAD PRODUCTIVA. TIPOS DE BIENES
Porcentajes



FUENTES: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio y BCE.

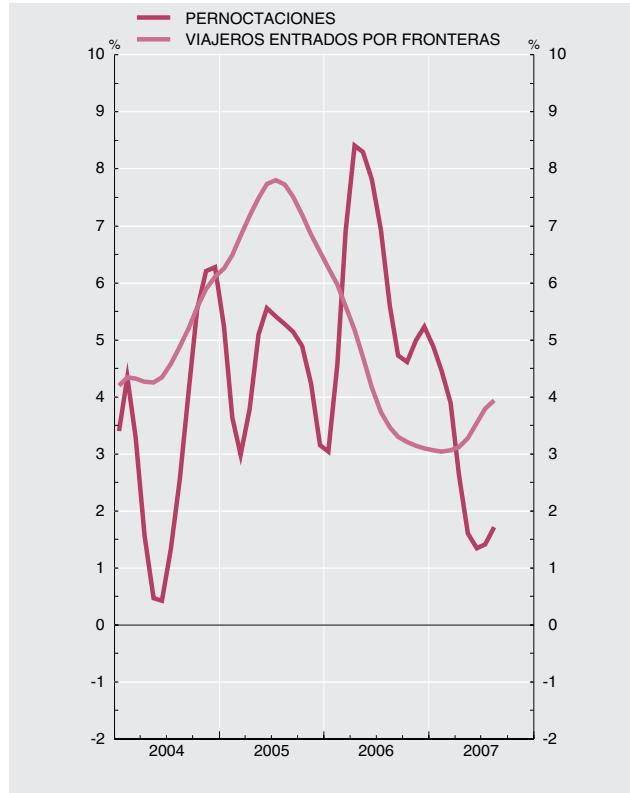
3.7. DIVERSAS ESTADÍSTICAS DE TURISMO Y TRANSPORTE. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

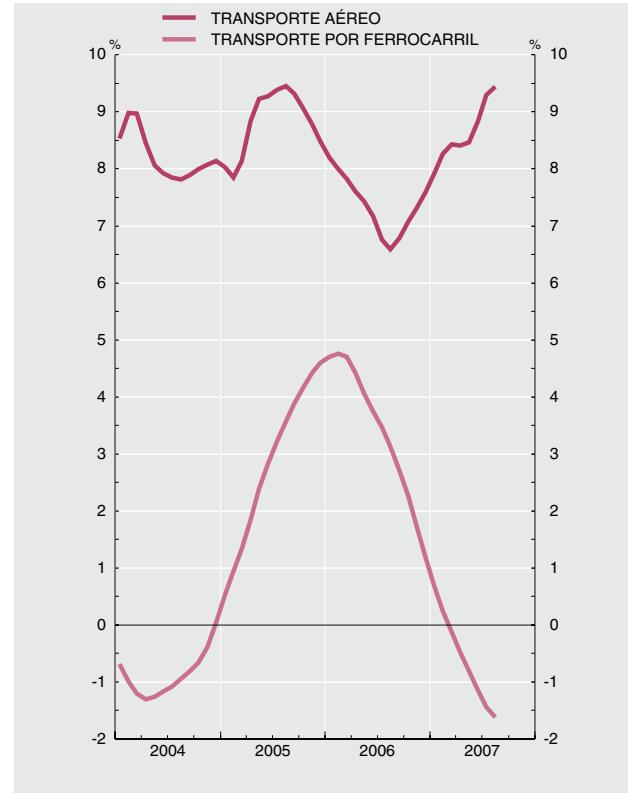
Tasas de variación interanual

	Viajeros alojados en hoteles (a)		Pernoctaciones efectuadas (a)		Viajeros entrados por fronteras			Transporte aéreo			Transporte marítimo		Transporte por ferrocarril			
	Total	Extranjeros	Total	Extranjeros	Total	Turistas	Excursionistas	Pasajeros		Mercancías	Pasajeros	Mercancías	Viajeros	Mercancías		
								Total	En vuelos nacionales							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
04	6,9	1,4	2,9	-1,6	4,4	3,1	6,6	8,0	9,8	6,8	9,1	10,6	6,8	-1,5	-2,1	
05	5,7	5,1	4,7	3,1	7,7	6,6	9,2	9,2	13,6	6,2	-3,0	-1,1	9,0	4,3	-2,5	
06	5,9	6,2	6,2	6,5	3,7	4,0	3,3	6,7	6,7	6,8	-4,5	10,2	1,3	2,0	-3,1	
06 E-A	P	6,6	7,8	7,1	8,3	3,9	4,4	3,2	6,7	6,2	7,0	-6,6	8,3	4,1	2,0	1,3
07 E-A	P	3,4	3,7	2,1	2,1	3,6	2,2	5,7	9,1	9,6	8,7	5,5	...	...	-0,8	-1,0
06 May		4,5	8,4	5,7	8,9	7,3	7,2	7,5	6,9	5,4	8,0	-6,3	-2,4	5,2	1,7	7,9
Jun		8,0	11,4	9,9	12,0	0,7	5,3	-7,7	9,0	7,3	10,1	-6,8	14,1	-0,4	0,4	-0,2
Jul		4,8	6,1	8,6	10,4	-1,3	1,1	-5,8	4,0	1,7	5,5	-2,8	11,9	3,9	5,0	1,9
Ago	P	4,5	4,9	4,4	4,6	2,2	1,5	3,3	3,9	2,5	4,8	-2,5	9,5	3,5	2,0	6,2
Sep	P	3,4	2,6	2,8	2,6	3,2	4,9	0,1	6,0	4,3	7,2	-3,3	10,6	4,4	0,5	-12,3
Oct	P	4,8	2,8	3,9	1,3	2,9	3,6	1,6	6,4	8,7	4,8	-3,9	15,0	10,5	5,8	-13,6
Nov	P	4,8	2,7	5,5	4,0	3,4	1,4	6,0	6,6	8,3	5,0	2,4	7,7	-40,0	1,9	-7,5
Dic	P	5,4	1,7	7,0	4,6	4,1	1,8	6,7	9,2	10,2	8,3	3,2	29,8	8,1	-0,1	-10,0
07 Ene	P	5,1	8,3	3,4	4,9	3,9	4,0	3,8	6,7	6,2	7,2	5,6	5,3	0,3	-0,0	-2,0
Feb	P	3,8	7,4	3,2	5,4	1,3	4,4	-2,6	9,1	8,9	9,4	6,5	5,6	6,9	-2,0	-3,7
Mar	P	7,5	8,6	6,9	7,9	6,6	6,9	6,1	12,0	10,7	13,2	1,3	17,3	1,7	5,6	4,0
Apr	P	1,8	1,7	2,9	2,0	-0,8	-3,5	3,5	6,1	7,6	5,0	4,2	-0,8	4,3	0,8	8,5
May	P	0,7	-0,6	-0,7	-1,0	-3,0	-1,4	-6,0	6,8	8,4	5,6	9,1	18,9	7,7	-0,7	-4,3
Jun	P	5,4	3,5	2,2	0,5	7,9	4,8	14,3	8,8	9,6	8,3	7,6	13,9	3,0	-2,0	-5,1
Jul	P	1,7	1,7	1,1	1,0	5,1	1,8	11,4	11,6	14,3	10,0	3,4	1,4	3,6	-1,9	2,5
Ago	P	3,6	5,3	1,3	2,7	5,9	3,0	9,7	10,5	10,0	10,9	6,7	...	...	-7,9	-6,6

TURISMO (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



TRANSPORTE (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: INE e Instituto de Estudios Turísticos (Estadística de Movimientos Turísticos en Frontera).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 23, cuadro 15.

a. Desde enero de 2003, para Galicia, información procedente del declarativo sobre totales de entradas de viajeros y pernoctaciones del mes. Se ha realizado una revisión exhaustiva del directorio. Desde enero de 2006, se han actualizado los directorios y ampliado el ámbito de recogida de la información a todos los días del mes.

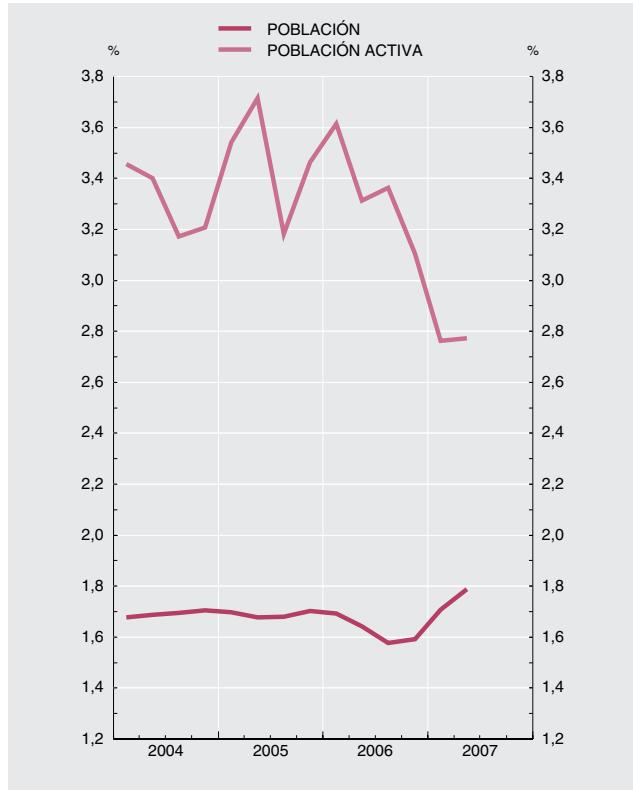
4.1. POBLACIÓN ACTIVA. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

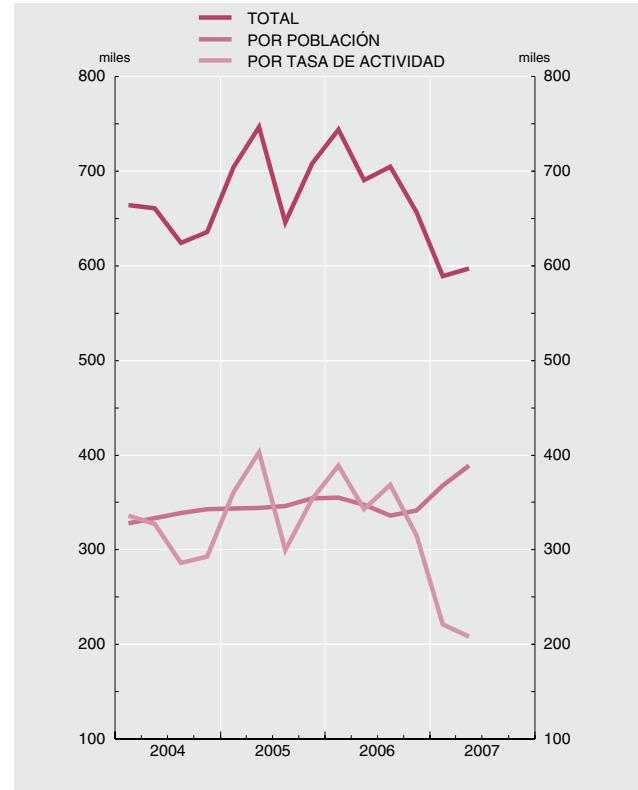
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

	Población mayor de 16 años				Tasa de actividad (%) (a)	Miles de personas (a)	Población activa				1 T 4	
	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4				Variación interanual (b)					
			5	6			7	8				
	1	2	3	4			6	7	8	9		
04	M	35 811	596	1,7	56,36	20 184	646	336	311	3,3		
05	M	36 416	605	1,7	57,35	20 886	701	347	354	3,5		
06	M	37 008	592	1,6	58,33	21 585	699	345	354	3,3		
06 I-II	M	36 866	605	1,7	58,14	21 433	1 435	703	732	3,5		
07 I-II	M	37 510	645	1,7	58,72	22 026	1 187	757	430	2,8		
04 IV		36 038	604	1,7	56,74	20 447	636	343	293	3,2		
05 I		36 188	604	1,7	56,90	20 592	704	344	360	3,5		
II		36 335	600	1,7	57,35	20 840	747	344	403	3,7		
III		36 490	603	1,7	57,43	20 956	646	346	300	3,2		
IV		36 652	614	1,7	57,72	21 156	708	354	354	3,5		
06 I		36 800	613	1,7	57,98	21 336	744	355	389	3,6		
II		36 931	597	1,6	58,30	21 530	691	348	343	3,3		
III		37 065	575	1,6	58,44	21 661	705	336	368	3,4		
IV		37 236	583	1,6	58,58	21 812	657	342	315	3,1		
07 I		37 429	629	1,7	58,58	21 925	589	368	221	2,8		
II		37 592	661	1,8	58,86	22 127	597	389	208	2,8		

ENCUESTA DE POBLACIÓN ACTIVA Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA Variaciones interanuales



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

b. Col. 7 = (col. 5 / col. 1) * variación interanual col. 1. Col. 8 = (Variación interanual col. 4 / 100) * col. 1 (t-4).

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

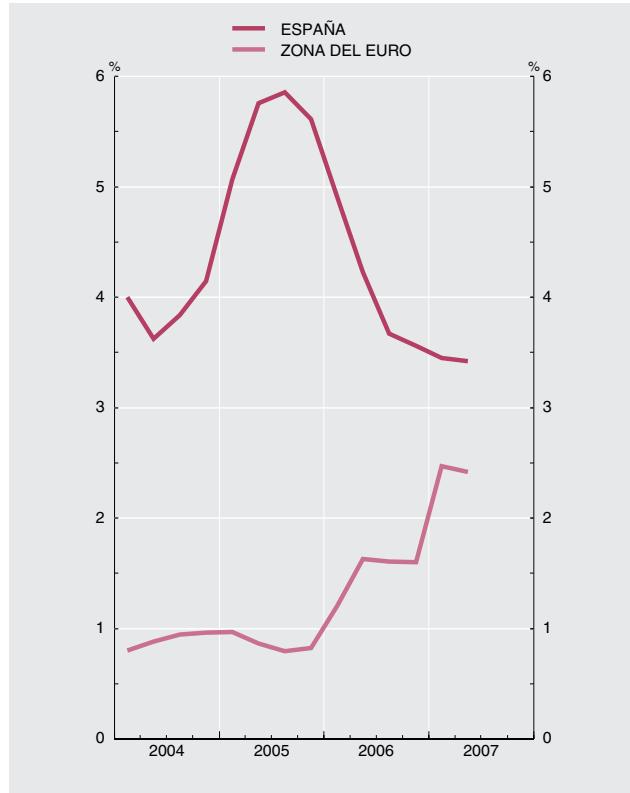
4.2. OCUPADOS Y ASALARIADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

■ Serie representada gráficamente.

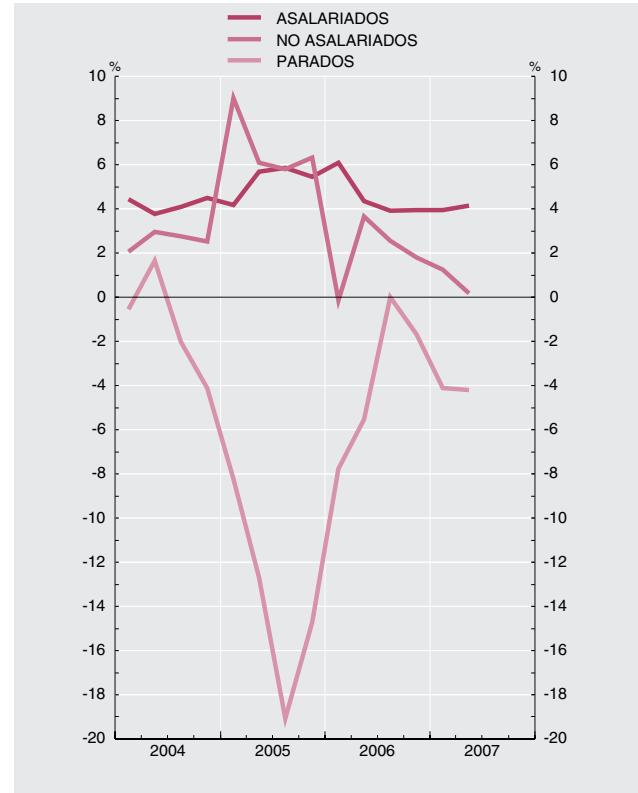
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Ocupados									Parados			Pro memoria: zona del euro		
		Total			Asalariados			No asalariados			Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4			
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4	(a)	Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1 T 4		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	M	17 971	675	3,9	14 721	593	4,2	3 250	82	2,6	2 214	-29	-1,3	10,97	0,9	8,82
05	M	18 973	1 002	5,6	15 502	781	5,3	3 471	221	6,8	1 913	-301	-13,6	9,16	0,9	8,57
06	M	19 748	774	4,1	16 208	706	4,6	3 540	68	2,0	1 837	-75	-3,9	8,51	1,5	7,89
06	I-II	19 547	853	4,6	16 000	792	5,2	3 546	61	1,8	1 886	-135	-6,7	8,80	1,4	8,08
07	I-II	20 218	672	3,4	16 647	647	4,0	3 571	25	0,7	1 808	-78	-4,2	8,21	2,4	7,10
04	IV	18 288	728	4,1	15 022	648	4,5	3 266	81	2,5	2 159	-93	-4,1	10,56	1,0	8,76
05	/	18 493	892	5,1	14 977	602	4,2	3 516	291	9,0	2 099	-188	-8,2	10,19	1,0	8,78
	/	18 895	1 029	5,8	15 440	831	5,7	3 455	198	6,1	1 945	-282	-12,7	9,33	0,9	8,69
	/	19 191	1 062	5,9	15 750	874	5,9	3 442	188	5,8	1 765	-416	-19,1	8,42	0,8	8,43
	/V	19 314	1 026	5,6	15 842	819	5,5	3 473	207	6,3	1 841	-318	-14,7	8,70	0,8	8,36
06	/	19 400	907	4,9	15 889	912	6,1	3 511	-5	-0,1	1 936	-163	-7,8	9,07	1,2	8,23
	/	19 693	798	4,2	16 112	671	4,3	3 582	127	3,7	1 837	-108	-5,5	8,53	1,6	7,93
	/	19 896	705	3,7	16 366	616	3,9	3 530	88	2,6	1 765	-	-	8,15	1,6	7,78
	/V	20 002	688	3,6	16 466	625	3,9	3 536	63	1,8	1 811	-31	-1,7	8,30	1,6	7,60
07	/	20 069	669	3,4	16 515	626	3,9	3 555	44	1,2	1 856	-80	-4,1	8,47	2,5	7,24
	/	20 367	674	3,4	16 779	668	4,1	3 588	6	0,2	1 760	-77	-4,2	7,95	2,4	6,96

OCCUPADOS Tasas de variación interanual



POBLACIÓN ACTIVA: DETALLE Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005) y BCE.

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

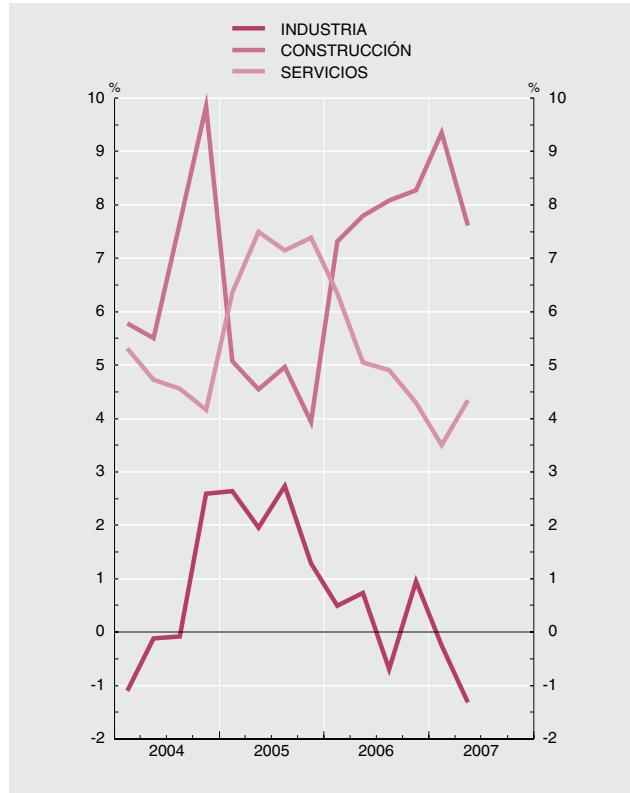
4.3. EMPLEO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

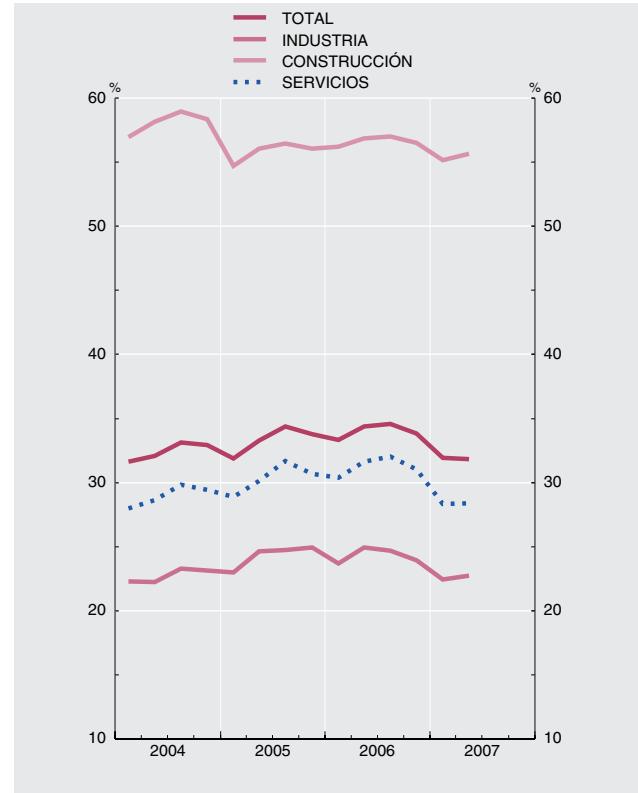
Tasas de variación interanual y porcentajes

		Total economía			Agricultura			Industria			Construcción			Servicios			Pro memoria: ocupados en			
		Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ocupados	Asalariados	Ratio de temporalidad (%)	Ramas no agrarias	Ramas no agrarias excluidas AAPP	Servicios excluidas AAPP	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	
04	M	3,9	4,2	32,4	-0,2	3,9	62,1	0,3	1,0	22,7	7,2	6,4	58,1	4,7	4,8	29,0	4,2	4,2	4,9	
05	M	5,6	5,3	33,3	1,2	1,7	62,5	2,1	0,5	24,3	4,6	3,3	55,8	7,1	7,3	30,3	5,8	...	...
06	M	4,1	4,6	34,0	-5,6	-1,4	59,3	0,4	0,5	24,3	7,9	8,1	56,6	5,1	5,3	31,3	4,6	...	...
06	I-II	M	4,6	5,2	4,0	-3,1	4,2	-2,6	0,6	0,9	2,2	7,6	7,9	2,1	5,7	6,0	5,1	4,6	...	...
07	I-II	M	3,4	4,0	-5,8	-1,6	4,0	1,4	-0,8	-0,6	-7,2	8,5	9,6	-2,0	3,9	4,3	-8,5	3,8	...	...
04	IV		4,1	4,5	32,9	-3,1	-1,7	63,5	2,6	3,3	23,1	9,8	9,4	58,3	4,2	4,3	29,4	4,6	4,4	3,7
05	I		5,1	4,2	31,9	-1,4	-8,5	61,7	2,6	0,9	23,0	5,1	3,4	54,7	6,4	6,0	28,9	5,5	...	...
	II		5,8	5,7	33,3	0,7	3,3	61,9	2,0	0,7	24,6	4,5	3,7	56,0	7,5	7,7	30,1	6,1	...	...
	III		5,9	5,9	34,4	2,9	6,4	63,6	2,7	1,0	24,7	5,0	3,3	56,4	7,1	7,8	31,7	6,0	...	...
	IV		5,6	5,5	33,8	2,7	6,3	62,8	1,3	-0,5	24,9	3,9	2,7	56,1	7,4	7,7	30,7	5,8	...	...
06	I		4,9	6,1	33,3	-3,2	8,1	61,3	0,5	0,7	23,7	7,3	8,2	56,2	6,3	7,2	30,4	5,4	...	...
	II		4,2	4,3	34,4	-3,0	0,4	59,1	0,7	1,0	24,9	7,8	7,6	56,8	5,0	4,9	31,6	4,6	...	...
	III		3,7	3,9	34,6	-8,0	-6,1	57,4	-0,7	-0,6	24,7	8,1	8,3	57,0	4,9	4,8	32,0	4,3	...	...
	IV		3,6	3,9	33,8	-8,4	-7,2	59,2	1,0	0,9	24,0	8,3	8,2	56,5	4,3	4,5	31,0	4,2	...	...
07	I		3,4	3,9	32,0	0,5	7,3	63,3	-0,3	-0,3	22,4	9,4	10,0	55,1	3,5	3,8	28,4	3,6	...	...
	II		3,4	4,1	31,8	-3,8	0,5	58,7	-1,3	-1,0	22,7	7,6	9,2	55,6	4,3	4,8	28,4	3,8	...	...

Ocupados
Tasas de variación interanual



RATIOS DE TEMPORALIDAD
Porcentajes



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Ramas de actividad de acuerdo con la CNAE-93.

Notas: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 4 y 6.

Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

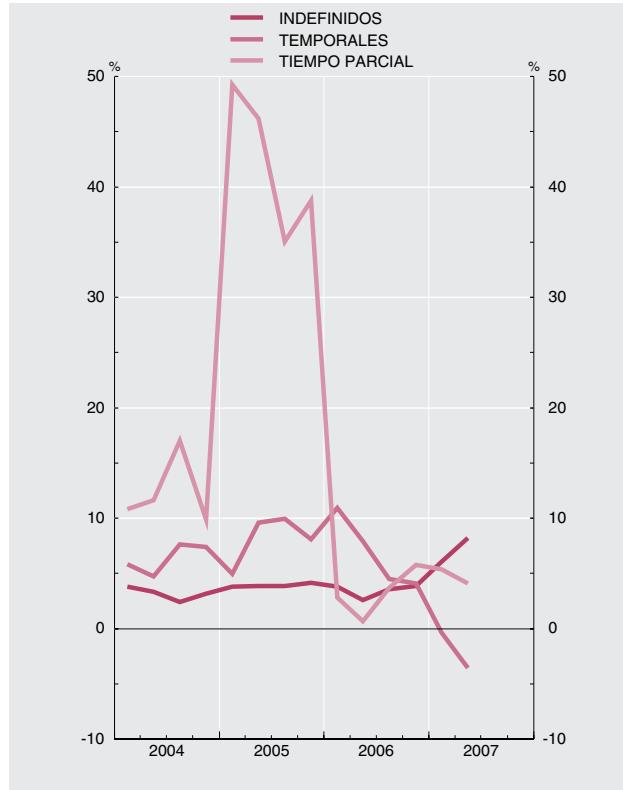
4.4. ASALARIADOS POR TIPO DE CONTRATO Y PARADOS POR DURACIÓN. ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

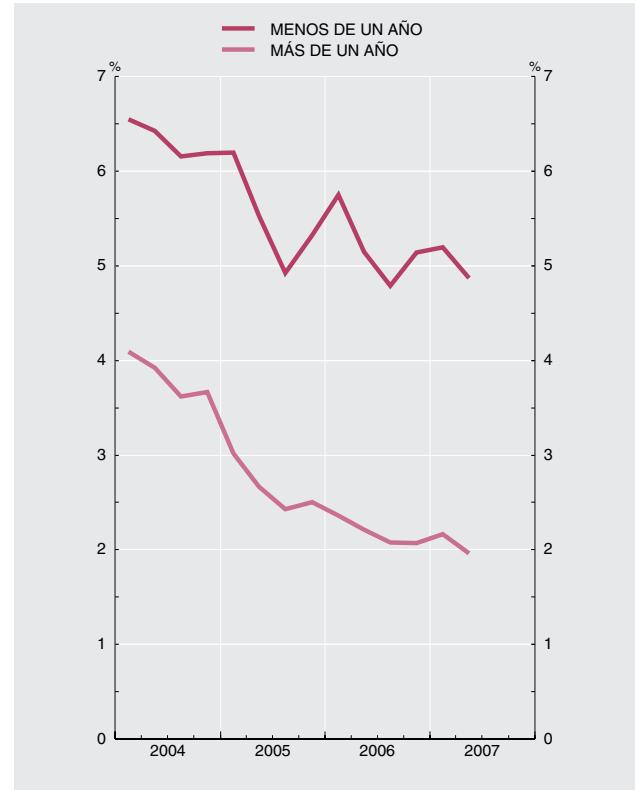
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

Asalariados															Parados						
Por tipo de contrato										Por duración de jornada					Por duración			% de parados que están dispuestos a aceptar trabajo con (a)			
Indefinido			Temporal			Tiempo completo		Tiempo parcial		Menos de un año		Más de un año									
Variación interanual (Miles de personas)	T	1	Variación interanual (Miles de personas)	T	1	Ratio de temporalidad (%)		Variación interanual (Miles de personas)	T	Variación interanual (Miles de personas)	T	% sobre asalariados	T	Tasa de paro (%) (a)	T	Tasa de paro (%) (a)	T	Cambio de residencia	Menor salario	Menor categoría	
1	2	4	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	15	16	17	
04	M	306	3,2	288	6,4	32,44	447	3,5	147	12,3	9,10	6,33	0,6	3,82	-6,0	18,20	42,19	47,33			
05	M	390	3,9	392	8,2	33,32	215	1,6	566	42,2	12,30	5,49	-10,2	2,65	-28,3	...	...	...
06	M	358	3,5	348	6,7	34,03	645	4,7	61	3,2	12,13	5,20	-2,0	2,18	-14,9	...	...	...
06 I-II	M	328	3,2	464	9,4	33,86	659	4,9	33	1,7	12,42	5,45	-3,9	2,29	-16,6	...	...	...
07 I-II	M	755	7,1	-108	-2,0	31,90	587	4,2	94	4,7	12,50	5,03	-5,0	2,06	-7,3	...	...	...
04 IV		308	3,2	340	7,4	32,94	524	4,0	123	9,9	9,11	6,19	-2,4	3,66	-8,6	17,78	42,57	47,38			
05 I		375	3,8	227	5,0	31,88	-36	-0,3	637	49,3	12,89	6,20	-2,0	3,02	-23,7	...	...	...
II		381	3,8	449	9,6	33,26	206	1,6	625	46,2	12,81	5,53	-10,8	2,66	-29,5	...	...	...
III		385	3,9	489	9,9	34,39	403	3,0	471	35,1	11,52	4,92	-17,4	2,43	-30,8	...	...	...
IV		417	4,1	402	8,1	33,77	289	2,1	531	38,8	11,98	5,32	-11,0	2,50	-29,4	...	...	...
06 I		390	3,8	522	10,9	33,33	858	6,6	54	2,8	12,49	5,75	-3,9	2,36	-18,8	...	...	...
II		265	2,6	406	7,9	34,39	659	4,9	13	0,6	12,35	5,14	-3,8	2,21	-14,2	...	...	...
III		371	3,6	245	4,5	34,59	549	3,9	67	3,7	11,49	4,79	0,6	2,08	-11,5	...	...	...
IV		406	3,9	218	4,1	33,82	515	3,7	109	5,8	12,19	5,14	-0,5	2,07	-14,5	...	...	...
07 I		645	6,1	-19	-0,4	31,95	519	3,7	107	5,4	12,66	5,19	-7,2	2,17	-5,8	...	...	...
II		865	8,2	-197	-3,6	31,85	587	4,2	81	4,1	12,34	4,87	-2,6	1,96	-8,9	...	...	...

ASALARIADOS Tasas de variación interanual



PARADOS Tasa de paro



FUENTE: INE (Encuesta de Población Activa. Metodología EPA-2005).

a. Desde el primer trimestre de 2001 en adelante reflejan la nueva definición de parado, que implica una ruptura en las series. (Véase www.ine.es)

Nota: Como consecuencia del cambio en la base poblacional (Censo 2001), se han revisado todas las series que figuran en este cuadro, a partir del año 1996. Adicionalmente, desde el 1er. trimestre de 2005, se han incorporado las nuevas variables obligatorias a que se refiere el Reglamento (CE) 2257/2003 (sobre adaptación de lista de características de la EPA), se ha implantado un procedimiento centralizado para las entrevistas telefónicas y se ha modificado el cuestionario. Por tanto, en el 1er. trimestre de 2005, se produce una ruptura en las series de algunas variables. Para más información, véase www.ine.es.

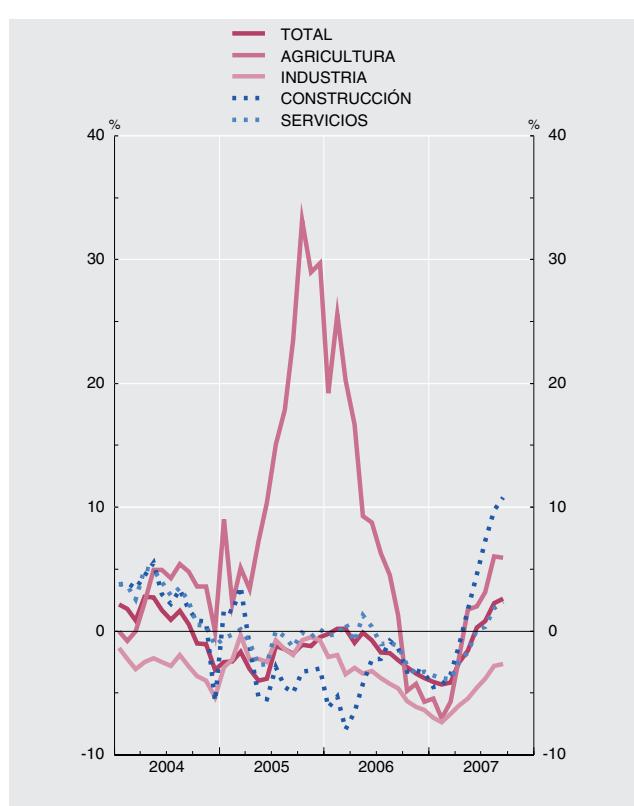
4.5. PARO REGISTRADO POR RAMAS DE ACTIVIDAD. CONTRATOS Y COLOCACIONES. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

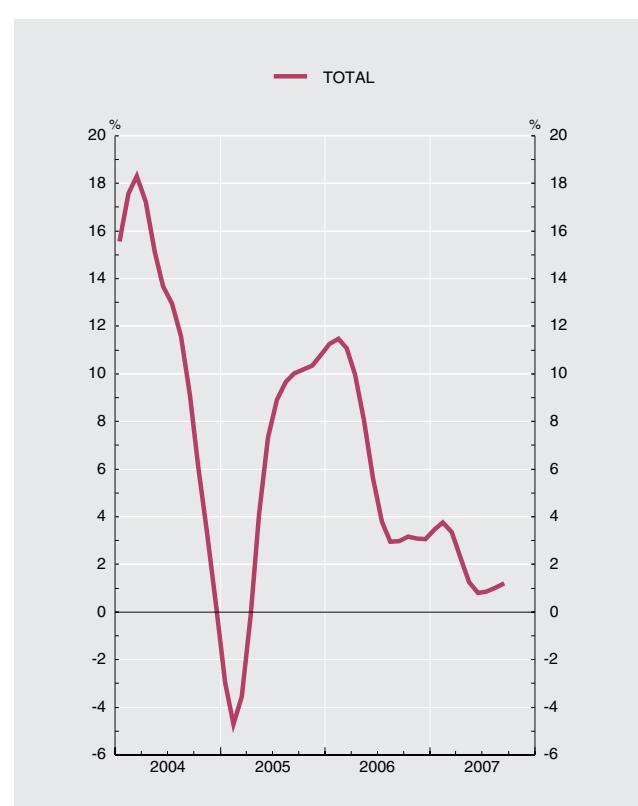
Miles de personas, tasas de variación interanual y porcentajes

		Paro registrado										Contratos					Colocaciones		
		Total		Sin empleo anterior		Anteriormente empleados						Total		Porcentaje s/total			Total		
		Miles de personas	Variación interanual (Miles de personas)	1	12	1 ¹ 12						Miles de personas	1	12	Indefinidos	Jornada parcial	De duración determinada	Miles de personas	1 ¹ 12
						Total	Agricul- tura	Total	Industria	Construc- ción	Servicios								
04	M	2 114	17	0,8		-5,0	1,7	2,7	1,6	-2,9	2,2	2,7	1 363	11,5	8,67	22,71	91,33	1 336	12,0
05	M	2 070	-44	-2,1		-12,5	-0,6	15,2	-1,1	-1,6	-2,2	-0,8	1 430	5,0	9,03	23,34	90,97	1 391	4,1
06	M	2 039	-30	-1,5		-0,6	-1,6	7,4	-1,9	-4,0	-4,0	-1,0	1 544	7,9	11,77	23,39	88,23	1 475	6,0
06	E-S	2 048	-17	-0,8		-0,4	-0,9	12,2	-1,3	-3,3	-4,2	-0,3	1 518	8,2	10,79	22,78	89,21	1 462	7,1
07	E-S	2 022	-27	-1,3		0,2	-1,5	-0,4	-1,5	-5,2	2,1	-1,3	1 540	1,4	11,97	23,13	88,03	1 492	2,0
06	Ago	1 984	-35	-1,8		-5,5	-1,3	4,5	-1,5	-4,3	-0,8	-0,9	1 323	1,9	10,58	22,17	89,42	1 252	-1,5
	Sep	1 966	-47	-2,3		-7,2	-1,7	1,3	-1,8	-4,6	-1,4	-1,2	1 675	3,5	11,98	24,92	88,02	1 629	1,0
	Oct	1 993	-60	-2,9		0,6	-3,4	-4,8	-3,3	-5,7	-3,3	-2,8	1 819	11,1	13,17	26,95	86,83	1 740	8,0
	Nov	2 023	-72	-3,5		-0,1	-3,9	-4,3	-3,9	-6,1	-3,2	-3,5	1 660	5,8	13,97	24,83	86,03	1 559	3,7
	Dic	2 023	-80	-3,8		-3,3	-3,9	-5,7	-3,8	-6,4	-3,4	-3,3	1 386	4,3	16,96	23,90	83,04	1 244	-4,0
07	Ene	2 083	-89	-4,1		-2,4	-4,3	-5,4	-4,3	-7,0	-4,5	-3,6	1 653	12,3	15,45	20,97	84,55	1 540	8,6
	Feb	2 075	-94	-4,3		-2,6	-4,5	7,1	-4,4	-7,4	-4,4	-3,8	1 408	3,0	12,49	22,28	87,51	1 365	4,0
	Mar	2 059	-89	-4,1		-2,4	-4,4	-5,7	-4,3	-6,7	-3,5	-3,9	1 564	0,6	12,35	22,91	87,65	1 519	1,6
	Abr	2 023	-53	-2,5		0,3	-2,9	-2,2	-2,9	-6,0	-1,2	-2,5	1 386	6,3	12,19	22,84	87,81	1 360	7,1
	May	1 973	-31	-1,6		0,3	-1,8	1,8	-1,9	-5,4	1,8	-1,7	1 625	0,7	11,71	22,90	88,29	1 587	-0,5
	Jun	1 966	6	0,3		3,0	-0,0	2,0	-0,1	-4,6	4,6	0,1	1 582	-4,4	11,27	23,39	88,73	1 529	-3,9
	Jul	1 970	15	0,8		2,1	0,6	3,2	0,5	-3,9	7,3	0,3	1 755	5,0	10,30	24,89	89,70	1 694	6,2
	Ago	2 028	45	2,2		2,2	2,3	6,1	2,1	-2,8	9,8	1,8	1 287	-2,7	9,91	22,51	90,09	1 249	-0,3
	Sep	2 017	51	2,6		1,6	2,7	5,9	2,6	-2,7	10,8	2,4	1 596	-4,7	12,05	25,50	87,95	1 584	-2,7

PARO REGISTRADO Tasas de variación interanual



COLOCACIONES (Tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTE: Instituto de Empleo Servicio Público de Empleo Estatal (INEM).

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 16 y 17.

4.6. CONVENIOS COLECTIVOS. ESPAÑA

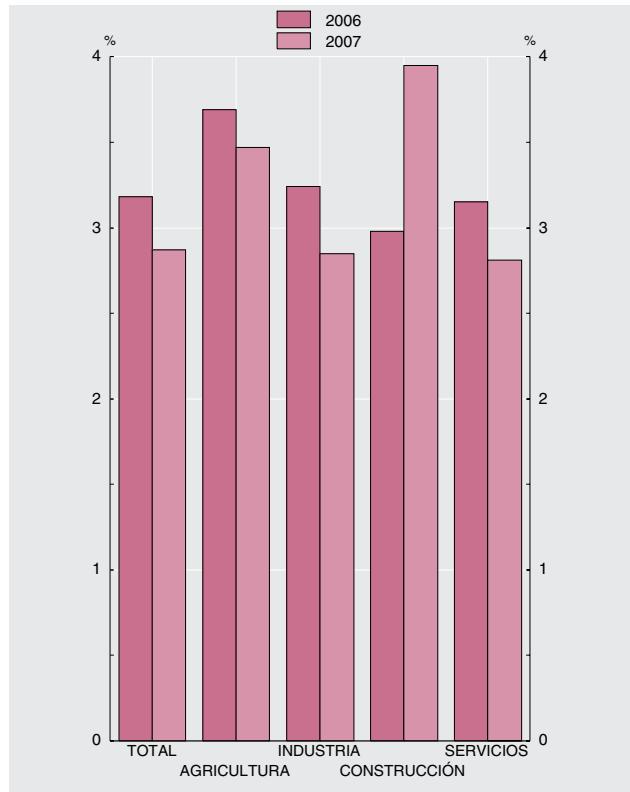
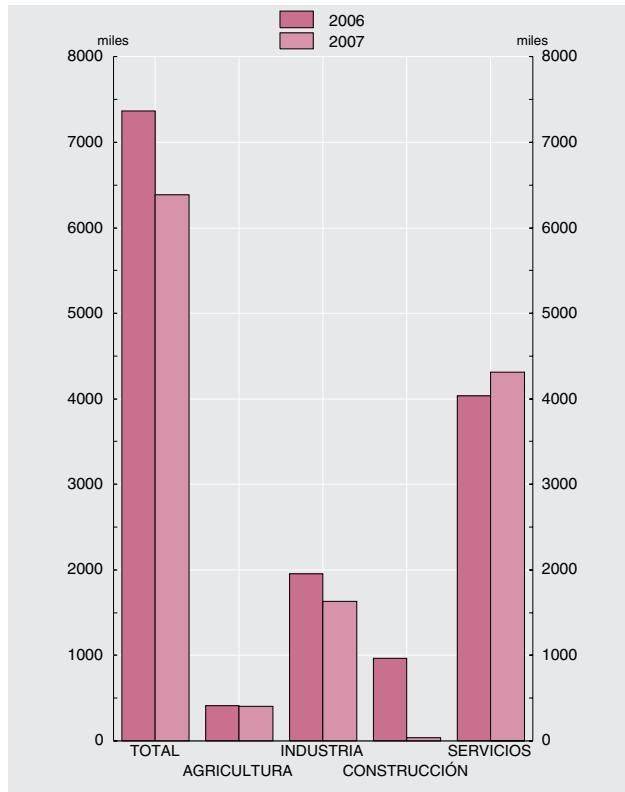
■ Serie representada gráficamente.

Miles de personas y porcentajes

Miles de trabajadores afectados	Incremento del salario medio pactado (%)	Según mes de inicio de efectos económicos (a)		Según mes de registro													
				Miles de trabajadores afectados (a)						Incremento salarial medio pactado							
		Por revisados	Por firmados	Total	Variación interanual	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	Por revisados	Por firmados	Total	Agricultura	Industria	Construcción	Servicios	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	10 194	3,60	5 207	2 594	7 801	-347	629	2 351	1 046	3 774	2,93	3,04	2,96	3,53	2,96	3,43	2,75
05	10 756	3,17	5 581	2 800	8 381	580	568	2 418	1 095	4 300	2,87	3,20	2,98	3,38	3,00	2,93	2,93
06	10 499	3,27	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
06 Mar	9 870	3,22	5 158	69	5 227	465	402	1 653	501	2 672	3,07	3,22	3,07	3,68	3,21	2,92	2,93
Abr	10 175	3,24	5 792	580	6 372	1 378	405	1 753	921	3 293	3,11	3,00	3,10	3,68	3,22	2,90	3,02
May	10 318	3,25	5 792	626	6 418	865	406	1 759	930	3 323	3,11	2,98	3,10	3,68	3,23	2,89	3,02
Jun	10 363	3,25	6 296	751	7 047	1 407	406	1 853	948	3 840	3,16	3,01	3,15	3,68	3,21	2,93	3,11
Jul	10 369	3,25	6 305	1 019	7 325	1 406	408	1 942	969	4 006	3,16	3,24	3,18	3,68	3,23	2,98	3,14
Ago	10 369	3,25	6 309	1 058	7 367	1 033	411	1 952	969	4 035	3,16	3,27	3,18	3,69	3,24	2,98	3,15
Sep	10 484	3,27	6 424	1 342	7 766	1 060	432	2 113	1 011	4 210	3,16	3,38	3,19	3,66	3,31	2,97	3,14
Oct	10 495	3,27	6 594	1 477	8 071	752	469	2 150	1 072	4 380	3,16	3,42	3,21	3,73	3,31	2,97	3,16
Nov	10 496	3,27	6 651	1 797	8 448	525	579	2 187	1 072	4 611	3,18	3,43	3,23	3,80	3,32	2,97	3,18
Dic	10 499	3,27	6 765	2 156	8 921	540	656	2 445	1 072	4 748	3,21	3,35	3,24	3,94	3,26	2,97	3,20
07 Ene	6 113	2,87	3 245	1	3 245	-464	311	938	3	1 993	2,84	2,37	2,84	3,61	2,74	2,77	
Feb	6 116	2,87	4 019	4	4 022	-809	336	1 038	33	2 614	2,84	2,97	2,84	3,60	2,80	3,98	2,74
Mar	6 154	2,87	4 723	13	4 736	-491	352	1 108	34	3 242	2,88	2,89	2,88	3,54	2,80	3,97	2,82
Abr	6 359	2,87	4 723	19	4 742	-1 630	354	1 108	34	3 245	2,88	3,11	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
May	6 360	2,87	4 723	45	4 767	-1 650	354	1 126	34	3 254	2,88	2,93	2,88	3,54	2,80	3,97	2,83
Jun	6 368	2,87	5 396	192	5 588	-1 459	397	1 225	34	3 931	2,87	2,63	2,86	3,49	2,80	3,97	2,81
Jul	6 371	2,87	5 454	499	5 953	-1 372	400	1 485	34	4 033	2,88	2,90	2,88	3,48	2,85	3,97	2,82
Ago	6 371	2,87	5 573	809	6 382	-985	403	1 631	34	4 315	2,87	2,86	2,87	3,47	2,85	3,95	2,81

TRABAJADORES AFECTADOS
Enero-agosto

INCREMENTO SALARIAL MEDIO PACTADO
Enero-agosto



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (Estadística de Convenios Colectivos de Trabajo. Avance mensual).

a. Datos acumulados.

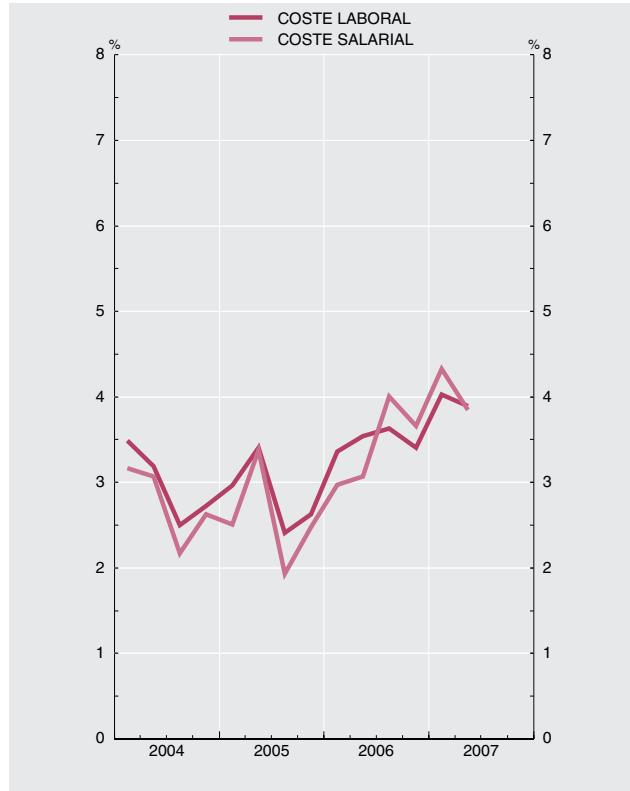
4.7. ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL

■ Serie representada gráficamente.

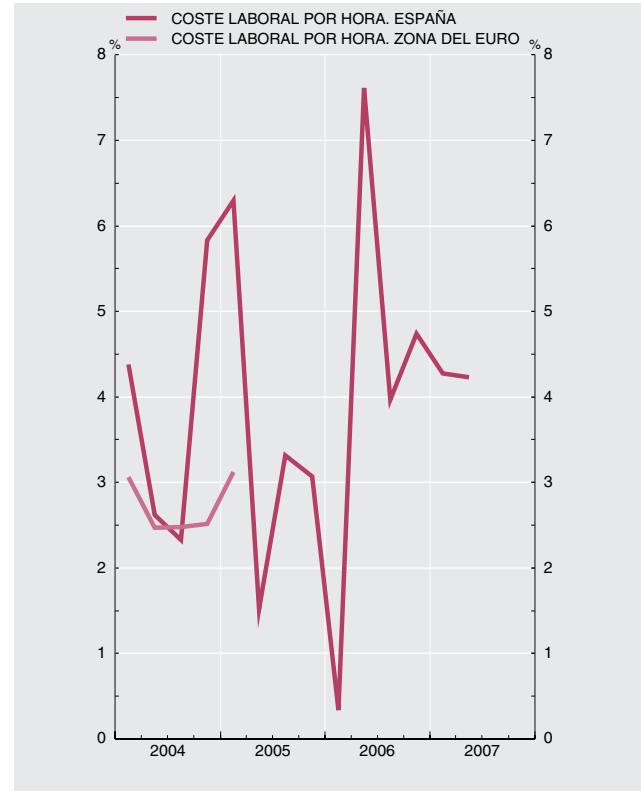
Tasas de variación interanual

		Coste laboral					Coste salarial					Otros costes por trabajador y mes	Pro memoria: zona del euro. Coste laboral por hora (a)		
		Por trabajador y mes				Por hora efectiva	Por trabajador y mes				Por hora efectiva				
		Total	Industria	Construcción	Servicios		Total	Industria	Construcción	Servicios					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
04	M	3,0	3,4	5,2	2,6	3,8	2,8	3,3	4,2	2,5	3,6	3,6	2,6		
05	M	2,9	3,1	2,8	3,1	3,5	2,6	2,7	2,3	2,9	3,2	3,6	...		
06	M	3,5	3,7	4,0	3,6	4,2	3,4	3,6	3,7	3,7	4,2	3,6	...		
06	I-II	3,5	4,0	4,1	3,5	4,0	3,0	3,4	3,4	3,2	3,6	4,7	...		
07	I-II	4,0	3,4	4,7	4,2	4,3	4,1	3,4	4,7	4,4	4,4	3,6	...		
04	IV	2,7	3,4	4,0	2,4	5,8	2,6	3,3	3,1	2,5	5,7	3,0	2,5		
05	I	3,0	3,6	3,2	2,9	6,3	2,5	3,2	2,4	2,5	5,8	4,2	3,1		
	II	3,4	3,7	3,3	3,6	1,5	3,4	3,1	3,3	3,8	1,5	3,5	...		
	III	2,4	2,1	2,2	2,9	3,3	1,9	1,5	1,3	2,6	2,8	3,7	...		
	IV	2,6	3,2	2,6	2,8	3,1	2,5	3,0	2,0	2,8	2,9	3,1	...		
06	I	3,4	4,5	4,3	3,2	0,3	3,0	3,8	3,8	3,0	-	4,4	...		
	II	3,5	3,5	3,9	3,8	7,6	3,1	3,1	3,1	3,4	7,1	4,9	...		
	III	3,6	3,6	4,1	3,8	4,0	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	2,6	...		
	IV	3,4	3,4	3,7	3,7	4,7	3,7	3,6	3,9	4,0	5,0	2,6	...		
07	I	4,0	4,2	5,0	4,0	4,3	4,3	3,7	5,5	4,5	4,6	3,2	...		
	II	3,9	2,7	4,4	4,4	4,2	3,8	3,1	3,9	4,3	4,2	4,0	...		

POR TRABAJADOR Y MES
Tasas de variación interanual



POR HORA EFECTIVA
Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Encuesta trimestral de Coste Laboral) y Eurostat.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 24, cuadros 25, 26 y 27.

a. Total economía, excluyendo agricultura, Administración Pública, educación y sanidad.

4.8. COSTES LABORALES UNITARIOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

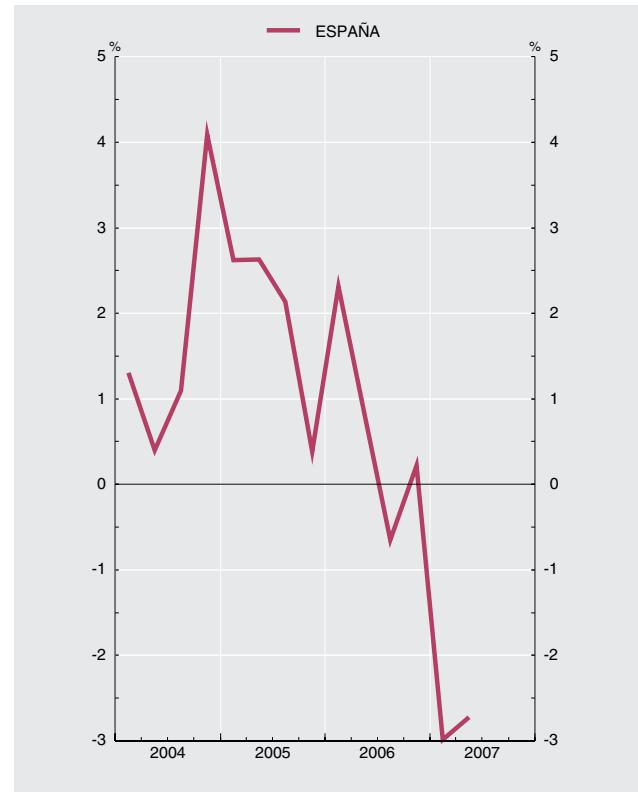
Tasas de variación interanual

	Costes laborales unitarios Total economía	Remuneración por asalariado		Productividad						Pro memoria: costes laborales unitarios manufacturas				
		España	Zona del euro	España (b)	Zona del euro	España	Zona del euro	Producto		Empleo		España (c)	Zona del euro	
								7	8	9	10			
		1	2	3	4	5	6					11	12	
04	P	2,4	1,3	3,0	2,1	0,6	0,9	3,3	1,8	2,7	0,9	1,7	...	
05	P	2,5	1,0	2,8	1,8	0,4	0,7	3,6	1,6	3,2	0,9	1,9	...	
06	P	2,3	0,8	3,0	2,2	0,7	1,3	3,9	2,9	3,2	1,5	0,7	...	
04	///	P	2,1	0,7	3,0	1,6	0,9	0,9	3,6	1,8	2,7	0,9	1,1	...
	IV	P	2,2	1,4	2,9	2,0	0,7	0,6	3,4	1,6	2,7	1,0	4,1	...
05	I	P	1,8	1,3	2,8	1,6	1,0	0,3	3,6	1,3	2,6	1,0	2,6	...
	II	P	2,9	1,0	3,6	1,6	0,6	0,6	3,7	1,4	3,1	0,9	2,6	...
	III	P	2,5	0,7	2,3	1,6	-0,2	0,9	3,4	1,7	3,7	0,8	2,1	...
	IV	P	2,6	1,1	2,8	2,2	0,2	1,0	3,7	1,9	3,5	0,8	0,4	...
06	I	P	2,7	0,9	3,0	2,2	0,3	1,3	3,7	2,5	3,4	1,2	2,3	...
	II	P	2,3	1,2	2,5	2,4	0,2	1,2	3,8	2,9	3,6	1,6	0,8	...
	III	P	1,9	1,1	3,1	2,4	1,2	1,2	3,9	2,9	2,7	1,6	-0,6	...
	IV	P	2,4	0,1	3,4	1,8	0,9	1,7	4,0	3,3	3,1	1,6	0,2	...
07	I	P	2,0	0,7	2,8	2,1	0,8	1,3	4,1	3,2	3,3	2,5	-3,0	...
	II	P	2,1	1,0	2,9	1,8	0,8	0,7	4,0	2,5	3,2	2,4	-2,7	...

COSTES LABORALES UNITARIOS: TOTAL Tasas de variación interanual



COSTES LABORALES UNITARIOS: MANUFACTURAS Tasas de variación interanual



FUENTES: INE (Contabilidad Nacional Trimestral de España, base 2000) y BCE.

a. España: elaborado según el SEC 95, series corregidas de efectos estacionales y de calendario (véase Boletín Económico de abril 2002).

b. Empleo equivalente a tiempo completo.

c. Ramas industriales.

5.1. ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA. BASE 2006 = 100

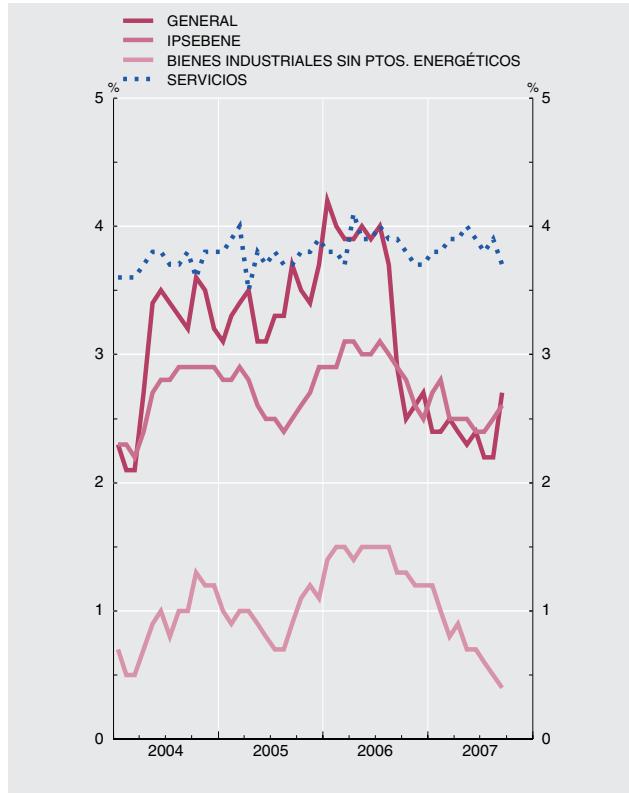
■ Serie representada gráficamente.

Índices y tasas de variación interanual

	Índice general (100%)				Tasa de variación interanual ($\frac{1}{12}$)							Pro memoria: precios percibidos por agricultores (base 2000)		
	Serie original	m_1	T_{12}^1	T_{12}^s	Alimentos no elaborados	Alimentos elaborados	Bienes industriales sin productos energéticos	Energía	Servicios	IPSEBENE	Serie original	T_{12}^1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
04	M	93,5	—	3,0	3,2	4,6	3,6	0,9	4,9	3,7	2,7	106,8	0,9	
05	M	96,6	—	3,4	3,7	3,3	3,5	0,9	9,6	3,8	2,7	109,9	2,9	
06	M	100,0	—	3,5	2,7	4,4	3,6	1,4	8,2	3,9	2,9	108,9	-0,9	
06	E-S	M	99,7	0,2	3,8	1,2	4,2	3,8	1,5	10,9	3,9	3,0	111,4	-1,0
07	E-S	M	102,1	0,2	2,4	1,0	4,7	2,7	0,8	-0,9	3,9	2,5	...	...
06	Jun		100,8	0,2	3,9	2,3	3,9	1,5	12,0	3,9	3,0	113,3	6,0	
	Jul		100,2	-0,6	4,0	1,7	5,4	4,0	1,5	10,1	4,0	3,1	103,6	0,7
	Ago		100,4	0,2	3,7	1,9	5,4	3,6	1,5	8,2	3,9	3,0	102,8	0,4
	Sep		100,2	-0,2	2,9	1,7	5,6	3,5	1,3	0,9	3,9	2,9	100,6	1,1
	Oct		100,6	0,4	2,5	2,1	5,2	3,4	1,3	-1,9	3,8	2,8	101,9	2,3
	Nov		100,9	0,2	2,6	2,4	5,0	2,9	1,2	0,3	3,7	2,6	107,7	0,7
	Dic		101,1	0,3	2,7	2,7	4,5	2,2	1,2	2,6	3,7	2,5	107,0	-5,8
07	Ene		100,5	-0,7	2,4	-0,7	3,5	2,9	1,2	-1,3	3,8	2,7	111,8	-6,7
	Feb		100,5	0,1	2,4	-0,6	3,7	3,5	1,0	-1,8	3,8	2,8	113,8	-6,3
	Mar		101,3	0,8	2,5	0,1	5,2	2,3	0,8	-0,3	3,9	2,5	115,3	1,5
	Abr		102,7	1,4	2,4	1,5	6,4	2,2	0,9	-1,5	3,9	2,5	120,3	6,7
	May		103,0	0,3	2,3	1,8	6,0	2,3	0,7	-1,7	4,0	2,5	116,2	0,4
	Jun		103,2	0,2	2,4	2,0	5,0	2,2	0,7	-0,2	3,9	2,4	116,3	2,6
	Jul		102,4	-0,7	2,2	1,3	4,7	2,2	0,6	-1,2	3,8	2,4	106,1	2,5
	Ago		102,5	0,1	2,2	1,4	4,0	2,8	0,5	-2,2	3,9	2,5	...	...
	Sep		102,9	0,3	2,7	1,7	4,0	3,7	0,4	2,3	3,7	2,6	...	...

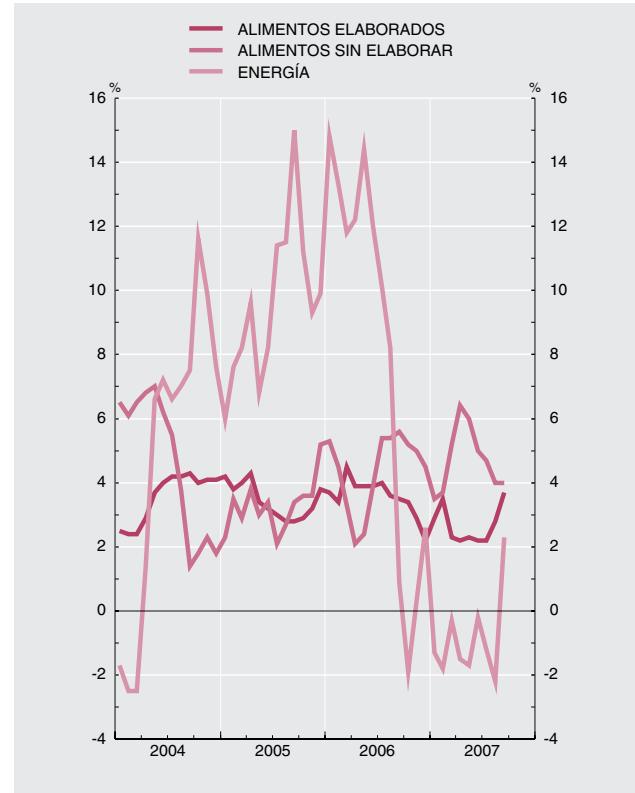
ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL Y COMPONENTES

Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTES: INE, MAPA y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadros 2 y 8.

a. Tasa de variación intermensual no anualizada.

b. Para los períodos anuales, representa el crecimiento medio de cada año respecto al anterior.

c. Para los períodos anuales, representa el crecimiento diciembre sobre diciembre.

5.2. ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO. BASE 2005 = 100 (a)

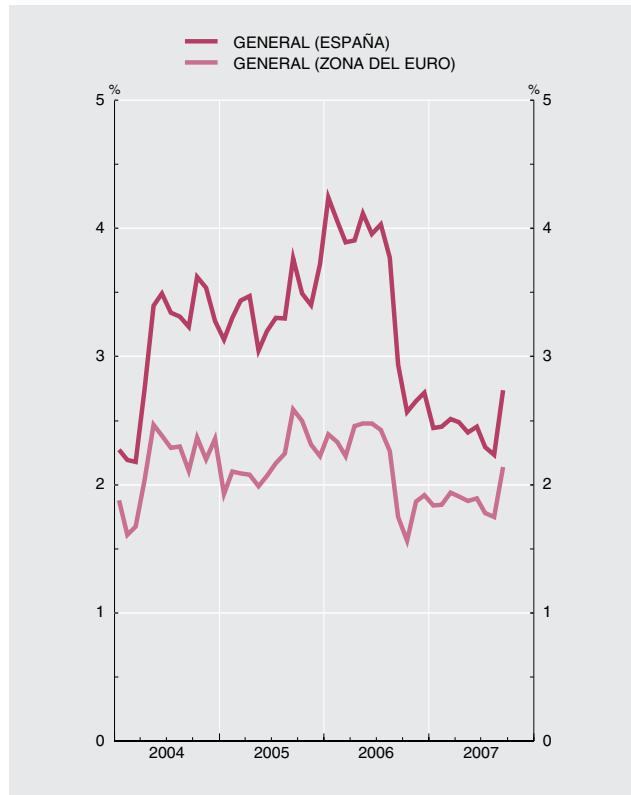
■ Serie representada gráficamente.

Tasas de variación interanual

		Índice general				Bienes												Servicios			
		España	Zona del euro	España	Zona del euro	Alimentos						Industriales						España	Zona del euro		
						Total		Elaborados		No elaborados		España	Zona del euro	No energéticos		Energía					
						España	Zona del euro	España	Zona del euro	España	Zona del euro			España	Zona del euro	España	Zona del euro				
04	M	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18		
05	M	3,4	2,2	3,2	2,1	3,4	1,6	3,5	2,0	3,3	0,8	3,1	2,4	1,0	0,3	4,9	10,1	3,8	2,3		
06	M	3,6	2,2	3,4	2,3	3,9	2,4	3,9	2,1	3,9	2,8	3,1	2,3	1,5	0,6	8,0	7,7	3,9	2,0		
06	E-S	3,9	2,3	3,8	2,5	4,0	2,2	4,2	2,1	3,7	2,3	3,8	2,7	1,5	0,6	10,7	9,9	3,9	2,0		
07	E-S	2,4	1,9	1,6	1,5	3,4	2,5	2,6	2,2	4,2	2,9	0,4	1,0	0,8	1,0	-0,8	0,8	3,9	2,5		
06	Jun	4,0	2,5	4,0	2,8	3,9	2,2	4,3	2,2	3,6	2,1	4,1	3,1	1,6	0,7	12,0	11,0	3,9	2,0		
	Jul	4,0	2,4	4,0	2,7	4,5	2,7	4,5	2,3	4,5	3,2	3,7	2,7	1,6	0,6	10,0	9,5	4,0	2,1		
	Ago	3,8	2,3	3,7	2,5	4,2	2,9	4,0	2,2	4,5	3,9	3,3	2,4	1,7	0,6	8,2	8,1	3,9	1,9		
	Sep	2,9	1,7	2,4	1,6	4,2	2,9	3,8	1,8	4,7	4,6	1,2	1,0	1,5	0,8	0,9	1,5	3,9	2,0		
	Oct	2,6	1,6	1,9	1,3	4,0	3,0	3,6	2,3	4,4	4,2	0,5	0,5	1,4	0,8	-1,9	-0,5	3,7	2,1		
	Nov	2,7	1,9	2,1	1,7	3,6	3,0	2,9	2,2	4,4	4,4	1,1	1,4	0,8	0,3	2,1	3,7	2,1			
	Dic	2,7	1,9	2,2	1,8	3,0	2,7	2,1	2,1	3,9	3,7	1,7	1,4	1,4	0,9	2,6	2,9	3,7	2,0		
07	Ene	2,4	1,8	1,6	1,5	3,1	2,8	3,0	2,2	3,3	3,7	0,7	0,9	1,3	0,9	-1,2	0,9	3,8	2,3		
	Feb	2,5	1,8	1,7	1,5	3,6	2,4	3,7	2,1	3,6	2,8	0,4	1,1	1,1	1,1	-1,7	0,8	3,7	2,4		
	Mar	2,5	1,9	1,7	1,7	3,3	2,3	2,0	1,9	4,6	2,9	0,6	1,4	0,9	1,2	-0,3	1,8	4,0	2,4		
	Abr	2,5	1,9	1,6	1,5	3,6	2,7	1,9	1,9	5,4	3,9	0,4	1,0	0,9	1,1	-1,4	0,4	4,0	2,5		
	May	2,4	1,9	1,5	1,4	3,5	2,4	2,0	1,9	5,2	3,1	0,2	0,9	0,8	1,0	-1,6	0,3	4,0	2,6		
	Jun	2,5	1,9	1,6	1,5	3,2	2,4	2,0	2,0	4,4	3,0	0,5	1,0	0,7	1,0	-0,2	0,9	4,0	2,6		
	Jul	2,3	1,8	1,3	1,2	3,0	2,3	1,9	1,9	4,2	2,8	0,2	0,7	0,6	0,9	-1,2	-	3,9	2,6		
	Ago	2,2	1,7	1,2	1,2	3,2	2,5	2,8	2,5	3,7	2,4	-0,1	0,6	0,5	1,0	-2,1	-0,9	4,0	2,6		
	Sep	P	2,7	2,1	2,1	1,9	3,8	2,7	3,9	3,1	3,7	2,1	1,0	1,5	0,4	1,0	2,3	3,0	3,8	2,5	

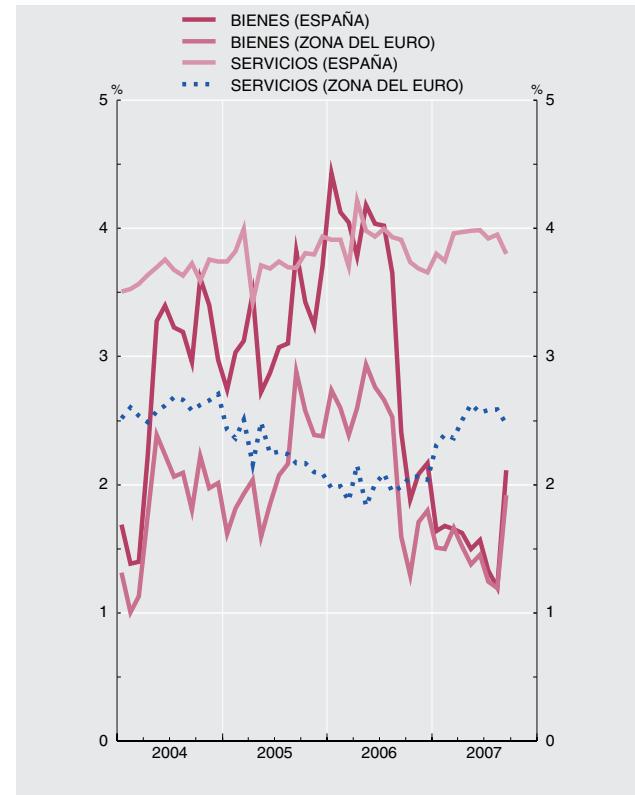
ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. GENERAL

Tasas de variación interanual



ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. COMPONENTES

Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Se ha completado el cumplimiento del Reglamento sobre el tratamiento de las reducciones de precios con la inclusión de los precios rebajados en los IAPC de Italia y España. En el IAPC de España se ha incorporado una nueva cesta de la compra desde enero de 2001. De acuerdo con los Reglamentos al respecto, se han revisado las series correspondientes al año 2001. Pueden consultarse notas metodológicas más detalladas en la página de Eurostat en la Red (www.eurostat.eu.int)

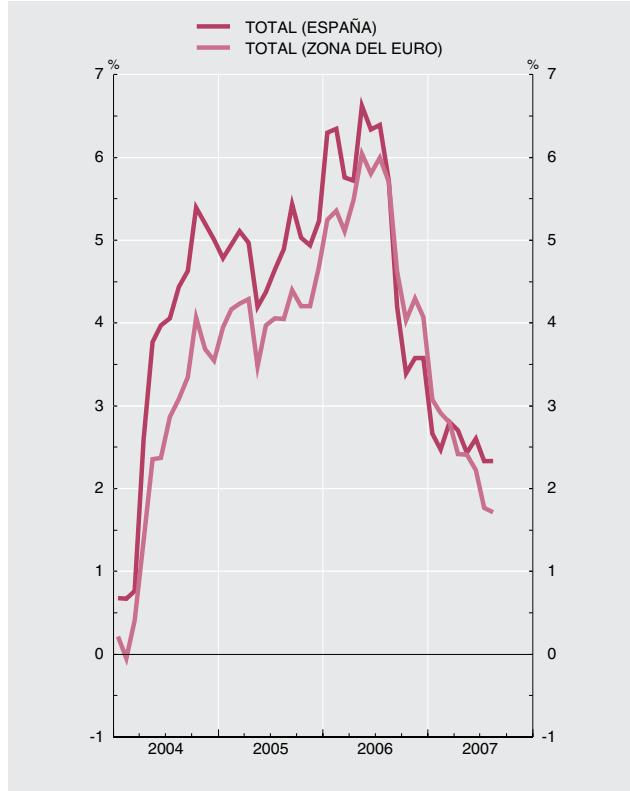
5.3. ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO (a)

■ Serie representada gráficamente.

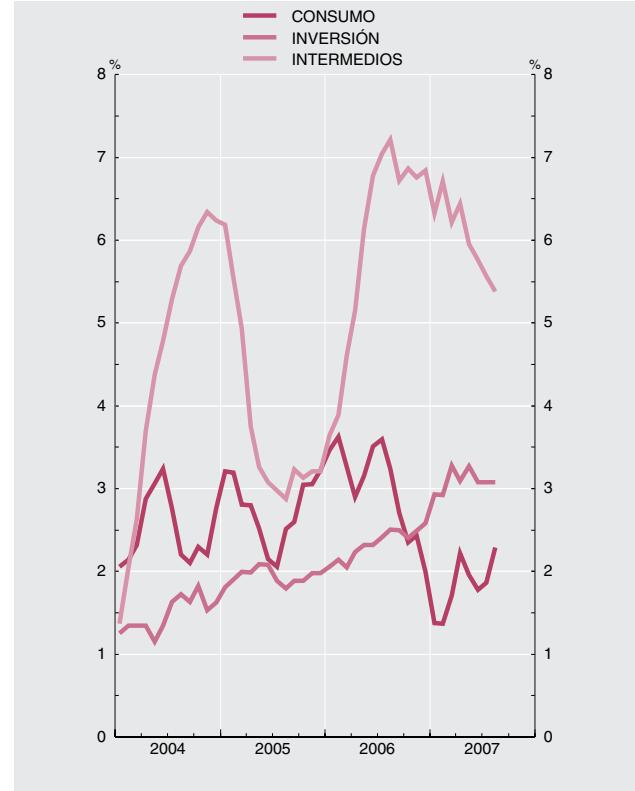
Tasas de variación interanual

	General (100%)			Consumo (32,1%)		Inversión (18,3%)		Intermedios (31,6%)		Energía (18,0%)		Pro memoria: zona del euro						
	Serie original	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	m ₁ (b)	T ₁₂	Total	Consumo		Inversión		Intermedios	
													1	2	3	4	5	6
04	MP	107,4	—	3,4	—	2,5	—	1,5	—	4,5	—	5,3	2,3	1,3	0,7	3,5	3,9	
05	MP	112,7	—	4,9	—	2,8	—	1,9	—	3,8	—	14,0	4,1	1,1	1,3	2,9	13,4	
06	MP	118,6	—	5,3	—	3,0	—	2,3	—	6,0	—	11,0	5,1	1,7	1,4	4,8	13,5	
06	E-A	MP	118,5	—	6,1	—	3,3	—	2,3	—	5,6	—	16,0	5,6	1,7	1,2	4,0	17,0
07	E-A	MP	121,5	—	2,5	—	1,8	—	3,1	—	6,0	—	-2,2	2,4	1,7	1,9	5,4	-0,2
06	May	P	119,2	0,8	6,6	0,3	3,2	0,2	2,3	1,0	6,1	1,3	17,8	6,0	1,7	1,2	4,5	18,6
	Jun	P	119,2	-	6,3	0,3	3,5	0,2	2,3	0,4	6,8	-0,8	14,6	5,8	1,8	1,3	5,2	15,9
	Jul	P	119,9	0,6	6,4	0,2	3,6	0,1	2,4	0,3	7,0	2,0	13,9	6,0	1,9	1,6	6,1	14,9
	Ago	P	120,1	0,2	5,7	-0,1	3,2	0,1	2,5	0,3	7,2	-0,1	10,2	5,7	1,9	1,6	6,5	12,6
	Sep	P	119,3	-0,7	4,2	-0,3	2,7	0,1	2,5	0,3	6,7	-3,2	4,1	4,6	1,7	1,7	6,4	7,8
	Oct	P	118,8	-0,4	3,4	-	2,3	0,1	2,4	0,5	6,9	-2,7	0,5	4,0	1,7	1,8	6,3	5,2
	Nov	P	118,8	-	3,6	-	2,4	0,2	2,5	0,3	6,8	-0,8	1,0	4,3	1,6	1,9	6,1	6,9
	Dic	P	118,8	-	3,6	-	2,0	0,2	2,6	0,1	6,8	-	2,3	4,1	1,4	1,8	6,1	6,2
07	Ene	P	119,5	0,6	2,7	0,4	1,4	1,0	2,9	0,7	6,3	0,3	-1,1	3,1	1,5	2,0	6,2	1,7
	Feb	P	120,2	0,6	2,5	0,6	1,4	0,4	2,9	1,2	6,7	-0,4	-2,5	2,9	1,6	2,1	6,0	1,1
	Mar	P	120,9	0,6	2,8	0,3	1,7	0,4	3,3	0,4	6,2	1,2	-1,6	2,8	1,5	2,0	5,9	1,0
	Abr	P	121,5	0,5	2,7	0,5	2,2	0,1	3,1	0,7	6,4	0,7	-2,6	2,4	1,6	2,0	5,8	-0,7
	May	P	122,1	0,5	2,4	0,1	2,0	0,4	3,3	0,6	6,0	1,0	-2,8	2,4	1,7	2,0	5,4	-0,2
	Jun	P	122,3	0,2	2,6	0,1	1,8	-	3,1	0,2	5,8	0,6	-1,4	2,2	1,6	1,9	5,1	-0,7
	Jul	P	122,7	0,3	2,3	0,2	1,9	0,1	3,1	0,2	5,6	0,9	-2,5	1,8	1,9	1,7	4,6	-2,0
	Ago	P	122,9	0,2	2,3	0,3	2,3	0,1	3,1	0,2	5,4	-0,4	-2,8	1,7	2,3	1,6	4,3	-2,1

ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. GENERAL Tasas de variación interanual



ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES. COMPONENTES Tasas de variación interanual



FUENTES: INE y BCE.

Nota: Las series de base de este indicador, para España, figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 25, cuadro 3.

a. España: base 2000 = 100; zona del euro: base 2000 = 100.

b. Tasa de variación intermensual no anualizada.

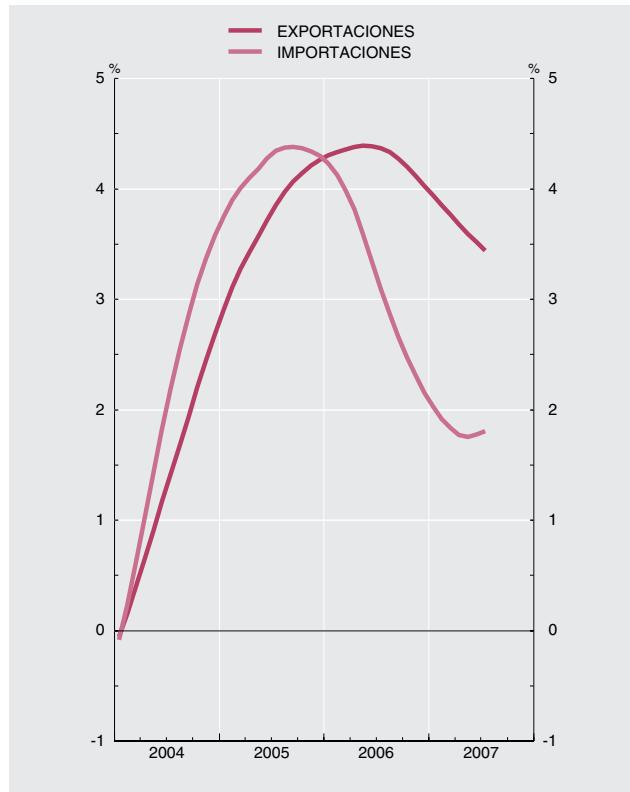
5.4. ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DEL COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

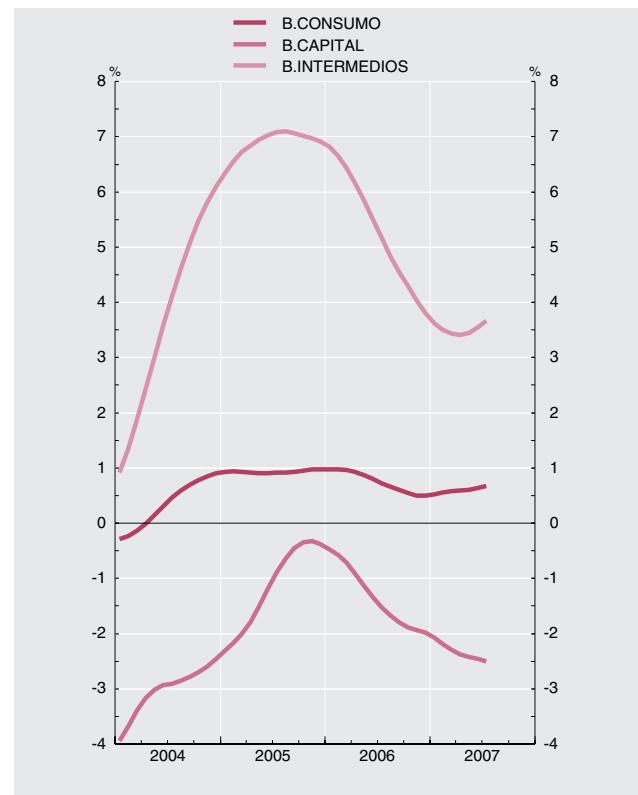
Tasas de variación interanual

	Exportaciones / Expediciones						Importaciones / Introducciones					
	Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios			Total	Bienes de consumo	Bienes de capital	Bienes intermedios		
				Total	Energéticos	No energéticos				Total	Energéticos	No energéticos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
04	1,0	-0,0	-0,6	2,1	12,3	1,6	2,4	0,5	-2,0	4,5	11,2	3,3
05	4,7	1,9	6,3	6,6	34,1	5,0	5,1	1,1	1,0	8,1	26,2	3,5
06	4,8	3,7	3,0	6,1	18,0	5,6	3,4	-0,1	-1,7	6,1	21,5	2,1
06 E-J	4,8	3,3	4,6	6,1	23,7	5,1	4,9	0,7	-1,4	8,4	30,6	2,4
07 E-J	3,3	3,1	-0,1	4,2	-8,8	5,3	0,5	1,8	-2,4	0,5	-7,0	3,5
06 Feb	3,3	0,7	4,7	5,1	29,3	3,5	6,6	2,5	3,2	9,2	36,9	1,9
Mar	5,0	2,1	0,6	8,1	33,2	6,7	6,0	2,7	7,5	7,2	27,2	1,9
Abr	4,8	1,9	6,8	6,6	25,0	5,4	7,4	3,2	-4,2	11,7	30,5	5,8
May	4,5	5,0	1,0	4,9	16,0	4,3	6,1	4,2	-0,6	8,2	35,1	1,0
Jun	5,3	3,3	10,3	5,6	15,3	5,5	1,7	-1,5	-3,2	4,2	24,7	-0,3
Jul	6,1	8,2	-0,3	6,2	22,4	5,5	1,1	0,5	-7,3	3,1	16,3	-0,5
Ago	5,7	4,2	8,6	6,5	17,7	6,1	2,3	-0,6	-0,5	4,0	18,1	-0,3
Sep	5,4	5,6	-4,6	7,1	14,9	7,0	0,8	2,4	-5,0	1,0	8,0	0,4
Oct	5,7	5,9	-4,0	7,2	14,6	7,5	1,7	0,1	-8,2	4,5	8,9	3,2
Nov	3,4	3,2	-4,7	5,3	6,0	6,3	0,2	-5,4	-0,7	2,8	1,6	4,0
Dic	3,9	2,1	8,3	4,7	-2,8	4,7	1,2	-2,2	4,1	2,1	7,7	0,5
07 Ene	3,3	1,4	3,2	4,6	-4,8	5,6	0,8	8,6	0,8	-3,2	-5,9	-1,2
Feb	4,5	4,9	-2,3	5,5	-13,7	7,0	0,5	1,9	-4,0	1,0	-10,2	5,1
Mar	3,9	3,6	4,2	4,0	-12,3	5,5	1,9	1,8	-4,1	3,2	-6,6	7,1
Abr	2,5	4,4	-5,4	2,9	-12,4	4,3	-2,0	1,1	-5,9	-2,6	-7,6	0,0
May	3,4	2,3	-2,9	5,4	-6,9	6,4	-2,5	-2,5	-4,1	-2,2	-13,1	1,7
Jun	4,0	5,1	1,9	3,6	-2,7	4,2	3,1	1,6	-2,5	4,9	-1,8	7,0
Jul	1,9	0,5	0,3	3,2	-8,9	4,0	1,8	0,3	2,7	2,3	-3,8	4,9

ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS EXPORTACIONES Y DE LAS IMPORTACIONES (a)



ÍNDICES DEL VALOR UNITARIO DE LAS IMPORTACIONES POR GRUPOS DE PRODUCTOS (a)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 6 y 7.

a. Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS).

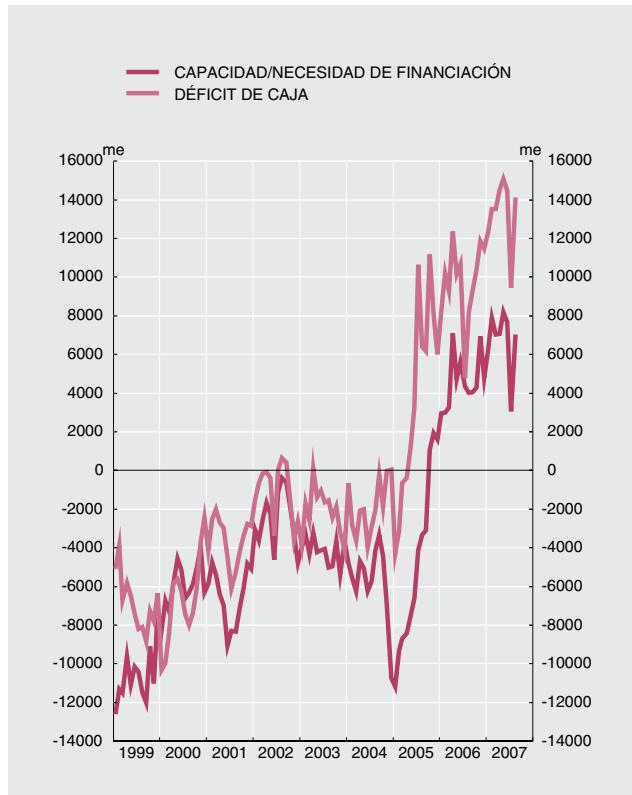
6.1. ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN LA CONTABILIDAD NACIONAL (a). ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

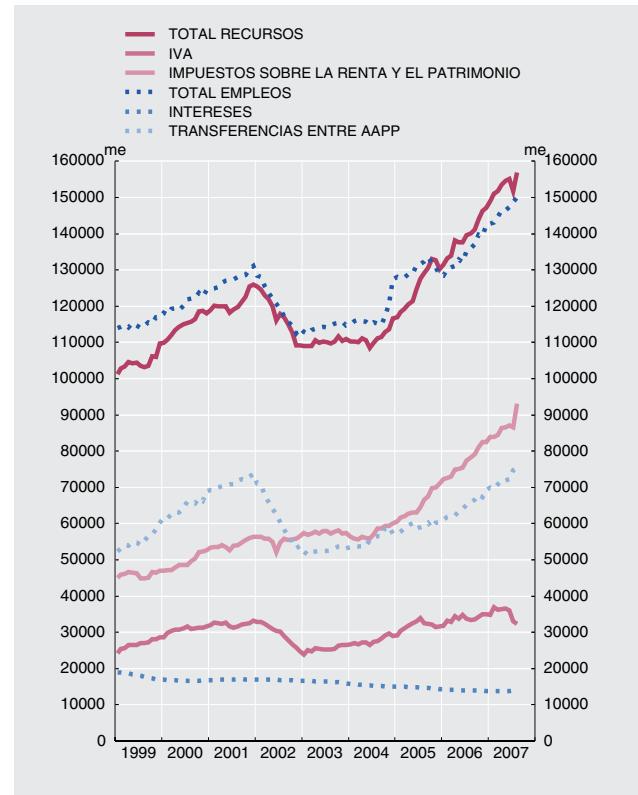
Millones de euros

Capaci- dad (+) o necesi- dad (-) de finan- ciación	Recursos corrientes y de capital						Empleos corrientes y de capital						Pro memoria: déficit de caja			
	Total	Impues- to sobre el valor añadido (IVA)	Otros impues- tos so- bre los produc- tos y sobre impor- taciones excepto IVA	Interes- ses y otras rentas de la propie- dad	Impues- tos sobre la renta y el patri- monio	Resto	Total	Remu- ne- ación de asala- riados	Interes- ses	Trans- feren- cias corrien- tes y de capital entre Admi- nis- tracio- nes Públicas	Ayudas a la inver- sión y otras transfe- rencias de capital	Resto	Déficit de caja	Ingre- sos líqui- dos	Payos líqui- dos	
		1 = 2-8	2 = 3a7	3	4	5	6	7	8 = 9a13	9	10	11	12	13	14=	15	16
99	-7 303	109 643	28 574	16 836	6 059	46 909	11 265	116 946	15 013	16 958	60 249	3 750	20 976	-6 354	110 370	116 724
00	-6 330	118 005	31 566	17 171	5 419	52 671	11 178	124 335	12 881	16 817	68 917	4 336	21 384	-2 431	118 693	121 124
01	-5 076	126 032	33 160	17 838	7 335	56 312	11 387	131 108	12 890	17 031	73 716	4 269	23 202	-2 884	125 193	128 077
02	-4 780	109 142	24 701	11 431	5 614	56 616	10 780	113 922	13 526	16 652	53 800	4 596	25 348	-2 626	108 456	111 082
03	-3 692	111 008	26 542	10 918	5 089	57 398	11 061	114 700	13 966	15 890	53 259	4 009	27 576	-4 132	109 655	113 787
04	-10 762	116 577	28 950	10 988	4 730	60 054	11 855	127 339	14 831	15 060	57 177	8 760	31 511	59	114 793	114 734
05	P 1 590	130 171	31 542	11 068	4 401	70 986	12 174	128 581	15 665	14 343	60 311	5 122	33 140	6 022	128 777	122 755
06	P 4 766	147 201	34 929	11 331	5 261	82 541	13 139	142 435	16 883	13 820	69 299	5 442	36 991	11 471	141 847	130 375
06 E-A	P 10 088	91 885	23 789	7 226	2 850	50 722	7 298	81 797	10 746	9 211	42 096	2 529	17 215	4 578	88 879	84 301
07 E-A	A 12 357	101 644	21 274	8 489	3 767	61 218	6 896	89 287	11 518	9 310	48 321	1 907	18 231	7 228	99 653	92 426
06 Nov Dic	P -2 561	9 059	1 291	1 060	1 018	4 706	984	11 620	1 318	1 137	5 600	132	3 433	-1 517	8 512	10 030
07 Ene	A -15 035	10 757	270	980	891	5 869	2 747	25 792	2 281	1 134	8 962	2 026	11 389	-5 598	9 485	15 083
Feb	A 9 918	20 572	15 637	945	244	3 444	302	10 654	1 332	1 059	4 827	113	3 323	9 973	19 855	9 882
Mar	A -5 731	6 119	249	876	1 015	2 673	1 306	11 850	1 342	1 190	6 668	173	2 477	-3 915	5 738	9 653
Abr	A 13 165	24 444	7 923	1 102	347	14 360	712	11 279	1 334	1 141	5 848	864	2 092	14 190	24 317	10 127
May	A -6 481	3 919	161	995	539	851	1 373	10 400	1 328	1 184	5 495	186	2 207	-5 286	3 423	8 709
Jun	A -8 039	4 162	21	1 115	311	1 077	1 638	12 201	2 301	1 159	5 684	86	2 971	-7 051	3 604	10 655
Jul	A 2 301	16 300	1 521	1 245	723	11 950	861	13 999	1 337	1 216	8 822	285	2 339	-852	16 648	17 500
Ago	A 4 330	15 012	-3 761	1 114	275	17 060	324	10 682	1 318	1 182	5 957	200	2 025	3 911	13 879	9 968

ESTADO. CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN Y DÉFICIT DE CAJA
(Suma móvil 12 meses)



ESTADO. RECURSOS Y EMPLEOS SEGÚN CONTABILIDAD NACIONAL
(Suma móvil 12 meses)



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda (IGAE).
a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.

6.2. ESTADO. OPERACIONES FINANCIERAS (a). ESPAÑA

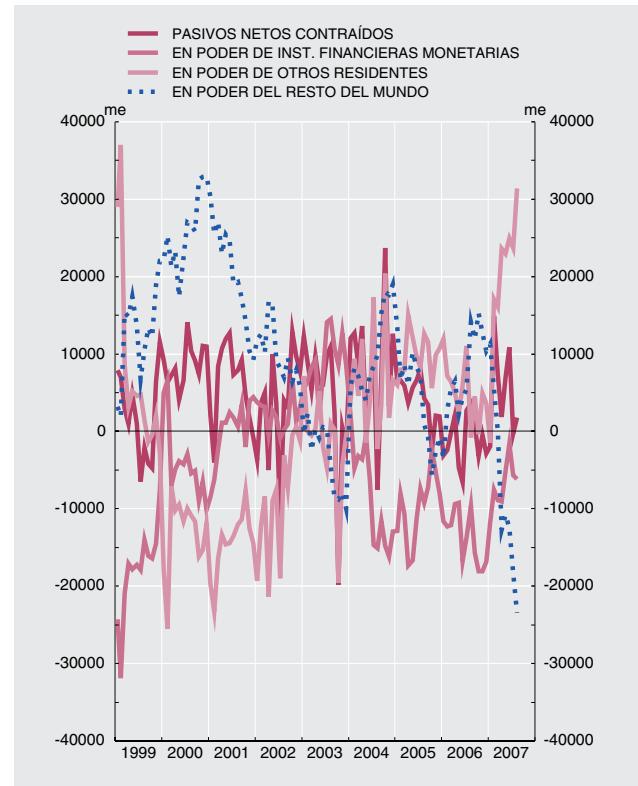
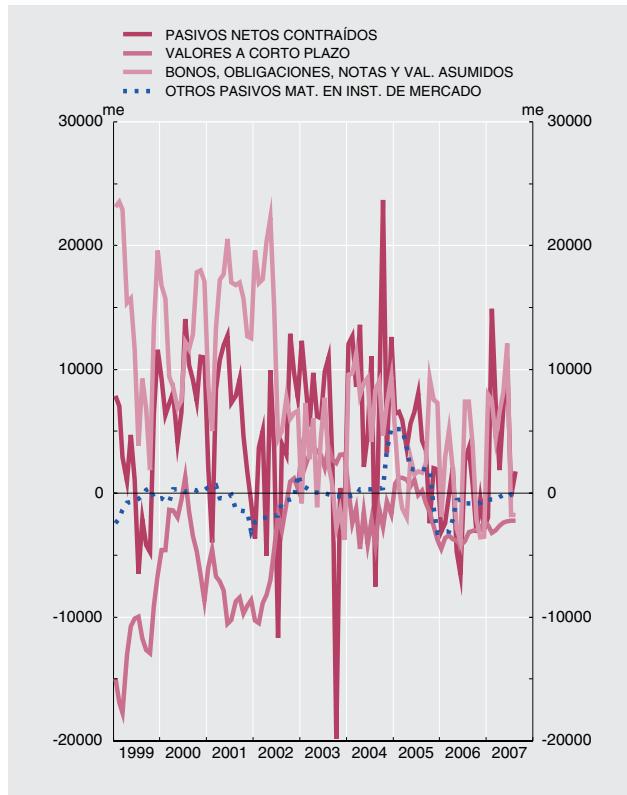
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	Adquisiciones netas de activos financieros			Pasivos netos contraídos										Contracción neta de pasivos (excepto otras cuentas pendientes de pago)	
	Del cual	Del cual		Por instrumentos						Por sectores de contrapartida					
		Total	Depósitos en el Banco de España	En monedas distintas de la peseta/ euro	Valores a corto plazo	Bonos, obligaciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materializados en instrumentos de mercado (b)	Otras cuentas pendientes de pago	En poder de sectores residentes			Resto del mundo		
										Total	Instituciones financieras monetarias	Otros sectores residentes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
99	-7 303	4 264	4 574	11 567	209	-6 629	19 592	-499	-446	-451	-10 458	-7 605	-2 853	22 026	12 018
00	-6 330	4 625	5 690	10 955	1 162	-8 683	17 127	-499	283	2 727	-21 968	-10 117	-11 851	32 924	8 228
01	-5 076	-5 852	-20 141	-776	803	-8 616	12 521	-499	-3 101	-1 081	-9 982	4 424	-14 406	9 206	305
02	-4 780	2 942	-95	7 722	-888	346	6 655	-486	1 488	-280	1 932	3 148	-1 215	5 790	8 002
03	-3 692	-5 749	-0	-2 057	-135	3 146	-3 761	-486	-281	-675	7 918	8 524	-606	-9 975	-1 381
04	-10 762	1 872	-0	12 634	-1 600	-1 688	9 416	-486	5 204	188	-6 341	-12 978	6 637	18 975	12 446
05	P 1 590	3 505	0	1 915	-1 910	-3 771	7 276	-486	-3 180	2 076	2 673	-8 026	10 699	-758	-161
06	P 4 766	1 870	-200	-2 896	175	-2 198	-3 488	-486	-533	3 809	-13 253	-16 865	3 613	10 357	-6 704
06 E-A	P 10 088	1 772	-200	-8 316	1 189	-1 912	-3 438	-	-546	-2 421	-15 430	-12 854	-2 576	7 114	-5 895
07 E-A	A 12 357	8 707	-2	-3 650	-21	-1 948	-1 690	-519	-129	636	23 069	-2 135	25 204	-26 719	-4 286
06 Nov	P -2 561	2 023	-1	4 584	6	1 764	2 221	-	12	586	4 156	482	3 674	427	3 997
Dic	P -15 035	-11 427	-0	3 608	9	-1 805	2 286	-486	13	3 599	4 257	-395	4 652	-648	9
07 Ene	A 2 894	-2 101	-0	-4 995	9	1 628	106	-	8	-6 735	-7 098	-2 688	-4 410	2 103	1 741
Feb	A 9 918	24 708	0	14 790	8	-3 064	3 148	-	-1	14 708	17 844	2 372	15 473	-3 054	82
Mar	A -5 731	-8 269	20	-2 538	4	2 220	686	-	7	-5 451	424	116	308	-2 962	2 913
Abr	A 13 165	7 525	6 773	-5 640	-11	-2 623	969	-519	21	-3 488	6 087	-3 011	9 098	-11 727	-2 152
May	A -6 481	-3 444	107	3 037	9	2 148	985	-	24	-120	2 294	3 749	-1 455	743	3 157
Jun	A -8 039	-3 539	-4 491	4 500	8	-2 681	6 511	-	-136	805	4 072	1 662	2 410	428	3 695
Jul	A 2 301	-6 897	-2 109	-9 198	-56	2 031	-15 135	-	-78	3 984	-2 466	-4 380	1 913	-6 732	-13 183
Ago	A 4 330	725	-301	-3 605	8	-1 606	1 040	-	27	-3 066	1 913	46	1 867	-5 518	-539

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR INSTRUMENTOS
(Suma móvil 12 meses)

ESTADO. PASIVOS NETOS CONTRAÍDOS. POR SECTORES DE CONTRAPARTIDA
(Suma móvil de 12 meses)



FUENTE: BE.

a. Excepto en las operaciones de swap de intereses, en las que se sigue el criterio del PDE. Es decir, el resultado neto de estas operaciones se considera intereses y no operaciones financieras (que es el criterio de la Contabilidad Nacional); por tanto, influyen en el cálculo de la capacidad o necesidad de financiación.

b. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

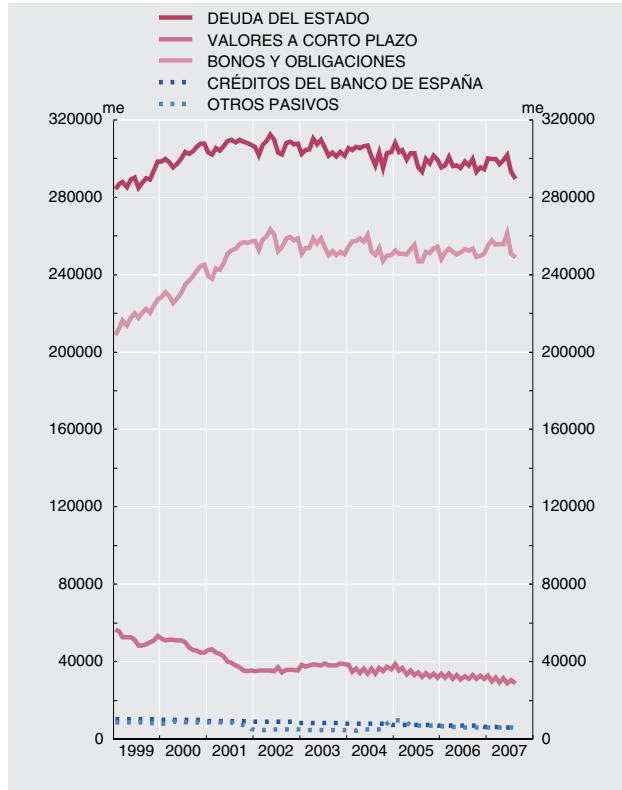
6.3. ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN. ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros

Deuda del Estado elabora- da según la meto- dología del Protocolo de déficit excesivo	Del cual:	Pasivos en circulación (excepto otras cuentas pendientes de pago)						Pro memoria:				
		En monedas distintas de la peseta/ del euro	Por instrumentos			Por sectores de contrapartida			Depósitos en el Banco de España	Avalos presta- dos (saldo vivo)		
			Valores a corto plazo	Bonos, obliga- ciones, notas y valores asumidos	Créditos del Banco de España	Otros pasivos materiali- zados en instrumen- tos de mercado (a)	Total	Adminis- traciones Públicas	Otros sectores residen- tes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
95	232 754	19 362	71 070	132 463	11 050	18 171	180 408	385	180 023	52 731	9 379	6 059
96	263 972	20 434	81 084	152 302	10 814	19 772	210 497	529	209 969	54 003	15 195	8 185
97	274 176	23 270	71 730	180 566	10 578	11 303	211 538	445	211 093	63 083	9 829	7 251
98	284 161	30 048	59 939	205 189	10 341	8 691	215 207	305	214 902	69 258	10 273	6 412
99	298 384	7 189	53 142	227 157	9 843	8 243	207 465	150	207 315	91 070	14 846	5 310
00	307 726	8 197	44 575	245 255	9 344	8 552	188 488	1 187	187 301	120 424	20 536	5 430
01	306 895	7 611	35 413	257 192	8 845	5 445	179 123	2 018	177 105	129 791	395	5 460
02	307 610	5 823	35 459	258 877	8 359	4 914	177 561	6 831	170 730	136 880	300	6 819
03	301 476	5 105	38 702	250 337	7 873	4 564	192 399	10 952	181 447	120 029	300	6 821
04	P 303 254	3 267	35 996	250 125	7 388	9 746	182 967	19 412	163 554	139 700	300	7 186
05	P 299 578	2 154	31 647	254 442	6 902	6 588	178 398	22 810	155 588	143 990	300	6 020
06	Oct P 293 134	523	31 106	249 106	6 902	6 020	163 622	21 017	142 605	150 529	100	5 645
	Nov P 295 340	516	32 762	249 643	6 902	6 033	162 670	21 792	140 878	154 462	100	5 960
	Dic P 294 332	515	31 087	250 784	6 416	6 046	163 603	21 788	141 815	152 517	100	5 794
07	Ene A 300 173	519	32 703	255 001	6 416	6 054	168 342	21 788	146 553	153 620	100	5 772
	Feb A 299 752	386	29 614	257 670	6 416	6 052	170 980	21 788	149 192	150 560	100	5 777
	Mar A 299 862	382	31 834	255 553	6 416	6 060	176 083	23 783	152 300	147 563	120	5 681
	Abr A 297 000	381	29 191	255 895	5 832	6 081	184 612	23 439	161 174	135 826	6 893	5 718
	May A 299 174	382	31 340	255 896	5 832	6 105	186 043	23 439	162 604	136 570	7 000	5 716
	Jun A 301 746	386	28 640	261 304	5 832	5 969	188 394	23 535	164 859	136 887	2 508	6 166
	Jul A 293 196	386	30 511	250 962	5 832	5 891	186 580	23 384	163 196	130 000	399	6 106
	Ago A 289 434	384	28 765	248 919	5 832	5 917	190 488	25 580	164 908	124 526	98	6 106

ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por instrumentos



ESTADO. PASIVOS EN CIRCULACIÓN Por sectores de contrapartida



FUENTE: BE.

a. Incluye otros créditos, valores no negociables, moneda y Caja General de Depósitos.

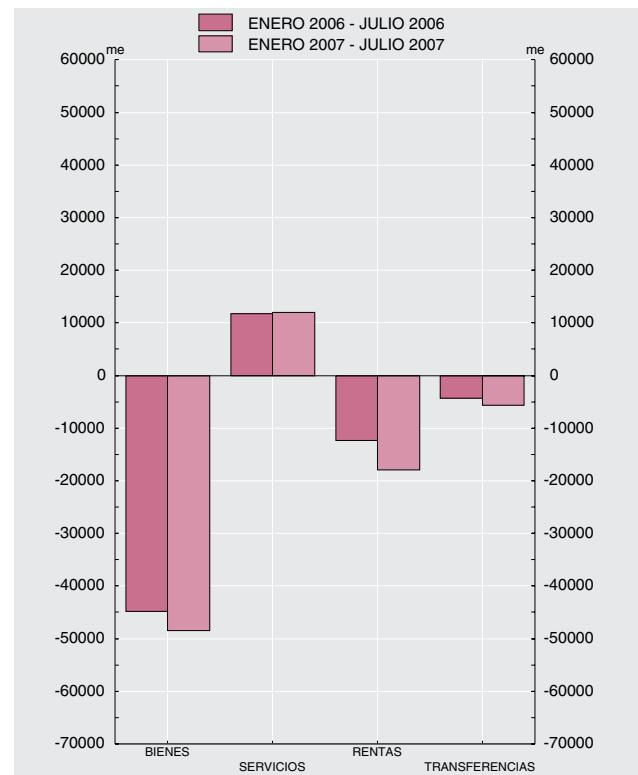
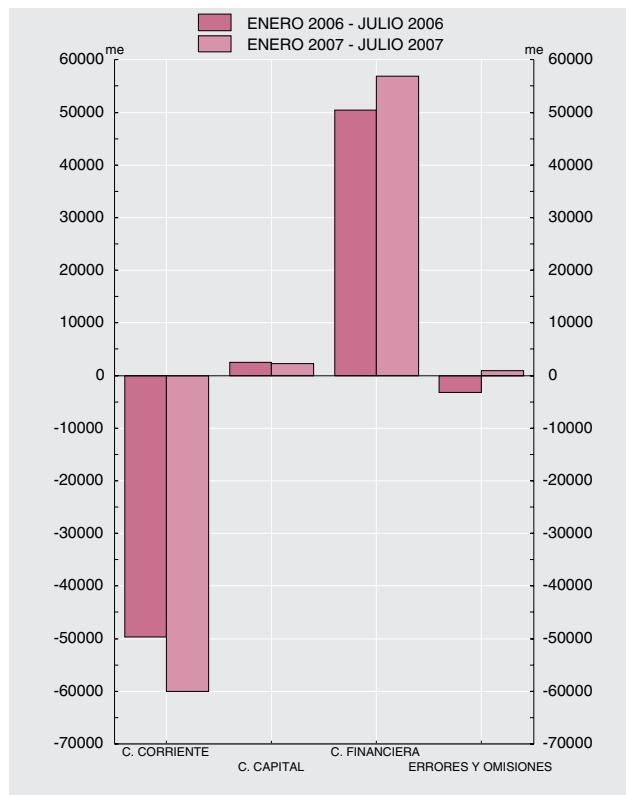
**7.1. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO.
RESUMEN Y DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE**

■ Serie representada gráficamente.

Cuenta corriente (a)																	Millones de euros	
Total (saldo)	Bienes			Servicios			Rentas			Transferencias corrientes (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta corriente más cuenta de capital (saldo)	Cuenta finan- ciera (saldo)	Errores y omisio- nes				
	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos									
	1=2+5+ 10+13	2=3-4	3	4	5=6-8	6	7	8	10=11-		11	12	13	14	15=1+14	16	17=-- (15+16)	
04	-44 164	-53 660	148 967	202 627	21 753	69 355	36 376	47 602	9 772	-12 139	27 299	39 439	-117	8 428	-35 736	34 851	885	
05	-66 860	-68 603	157 978	226 581	22 240	76 247	38 558	54 008	12 125	-17 103	31 870	48 974	-3 393	8 180	-58 679	60 818	-2 139	
06	P -84 736	-80 142	172 421	252 563	22 143	84 461	40 710	62 319	13 266	-20 983	39 031	60 014	-5 754	6 175	-78 562	81 471	-2 909	
06 E-J	P -49 711	-44 812	101 138	145 951	11 728	47 043	22 290	35 315	7 026	-12 366	21 347	33 712	-4 261	2 507	-47 204	50 457	-3 252	
07 E-J	P -60 082	-48 500	108 660	157 160	11 991	51 847	23 041	39 857	7 676	-17 911	27 482	45 393	-5 661	2 309	-57 773	56 839	934	
06 Abr	P -7 392	-6 166	13 353	19 519	1 181	5 887	2 663	4 706	942	-1 814	2 573	4 387	-593	227	-7 166	6 830	336	
May	P -5 675	-6 710	15 703	22 413	2 310	7 081	3 352	4 771	702	-901	4 361	5 262	-374	645	-5 031	5 670	-639	
Jun	P -6 083	-6 802	15 422	22 223	2 125	7 651	3 988	5 526	1 207	-1 678	3 168	4 846	-272	201	-5 882	5 588	294	
Jul	P -8 445	-6 453	13 789	20 242	3 116	8 658	4 936	5 542	1 334	-4 200	2 957	7 156	-908	572	-7 873	8 039	-167	
Ago	P -6 438	-7 441	11 419	18 860	3 386	8 748	5 149	5 362	1 588	-1 666	2 395	4 060	-718	731	-5 708	7 049	-1 341	
Sep	P -7 452	-6 790	14 319	21 109	2 493	7 725	4 447	5 232	1 289	-2 310	2 687	4 998	-844	3	-7 449	7 125	324	
Oct	P -7 540	-7 560	15 491	23 052	2 559	7 955	3 924	5 397	1 192	-2 248	2 671	4 920	-290	363	-7 178	7 293	-115	
Nov	P -10 269	-7 910	15 329	23 239	1 120	6 452	2 630	5 332	1 168	-2 288	2 772	5 060	-1 191	583	-9 686	7 849	1 837	
Dic	P -3 326	-5 629	14 725	20 354	857	6 539	2 269	5 681	1 002	-105	7 159	7 264	1 551	1 989	-1 337	1 699	-362	
07 Ene	P -8 622	-6 452	14 205	20 657	952	6 434	2 673	5 483	1 114	-1 949	3 808	5 757	-1 172	1 301	-7 320	7 650	-329	
Feb	P -8 981	-6 021	15 130	21 151	819	5 849	2 290	5 030	910	-1 939	2 790	4 729	-1 839	131	-8 850	9 376	-526	
Mar	P -7 885	-6 774	16 599	23 373	1 130	6 856	2 814	5 726	1 076	-2 226	3 823	6 049	-14	102	-7 783	7 292	491	
Abr	P -8 851	-6 944	14 539	21 483	1 140	6 542	2 717	5 402	996	-2 120	3 834	5 954	-927	276	-8 575	6 468	2 107	
May	P -8 181	-7 045	16 279	23 324	2 151	7 415	3 358	5 264	779	-2 693	3 271	5 964	-594	244	-7 937	8 400	-464	
Jun	P -7 683	-7 451	16 363	23 814	2 429	8 442	4 124	6 013	1 252	-2 483	5 870	8 353	-178	102	-7 581	9 042	-1 461	
Jul	P -9 879	-7 813	15 545	23 358	3 371	10 309	5 065	6 938	1 548	-4 499	4 087	8 586	-937	153	-9 726	8 610	1 116	

RESUMEN

DETALLE DE LA CUENTA CORRIENTE



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.^a edición, 1993).

- a. Un signo positivo para los saldos de la cuenta corriente y de capital significa superávit (ingresos mayores que pagos) y, por tanto, un préstamo neto al exterior (aumento de la posición acreedora o disminución de la posición deudora).
b. Un signo positivo para el saldo de la cuenta financiera (variación de pasivos mayor que la variación de activos) significa una entrada neta de financiación, es decir, un préstamo neto del resto del mundo (aumento de la posición deudora o disminución de la posición acreedora).

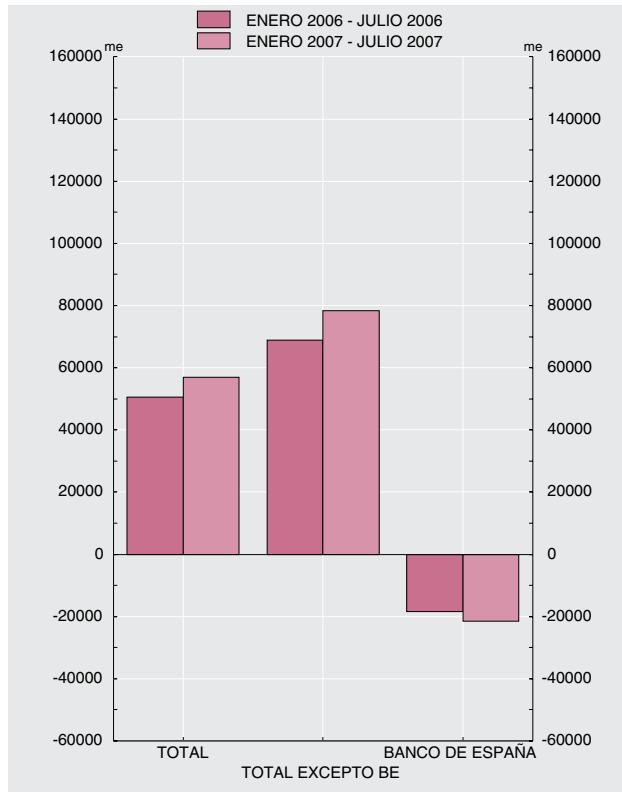
7.2. BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA FRENTE A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE LA CUENTA FINANCIERA (a)

■ Serie representada gráficamente.

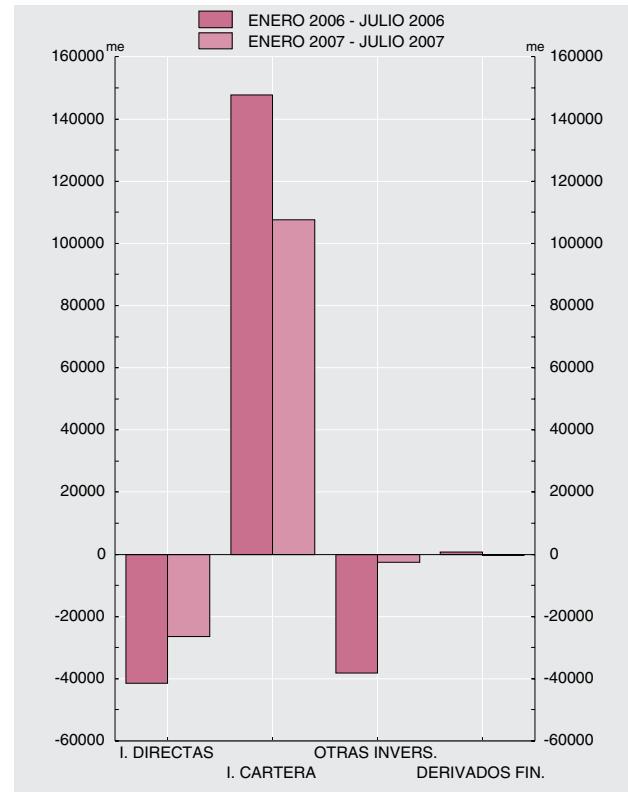
Millones de euros

Cuenta finan- ciaria (VNP- VNA)	Total, excepto Banco de España											Banco de España				
	Total (VNP- VNA)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones (d)			Deri- vados finan- cieros netos (VNP- VNA)	Total (VNP- VNA)	Reser- vas (e)	Activos frente al Euro- sistema (e)	Otros acti- vos netos (VNP- VNA)	
		Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (b)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP) (c)	Saldo (VNP- VNA)	De España en el exterior (VNA)	Del exterior en España (VNP)						
1=	2=3+6+	3=5-4	4	5	6=8-7	7	8	9=11-10	10	11	12	13=14+	14	15	16	
2+13	9+12	1										15+16				
04	34 851	48 861	-28 809	48 750	19 941	85 808	26 946	112 754	-8 212	28 419	20 207	74	-14 010	5 147	-13 760	-5 397
05	60 818	62 932	-13 517	33 636	20 119	58 734	79 741	138 475	17 349	47 253	64 601	366	-2 114	1 439	14 855	-18 409
06	P 81 471	107 271	-55 531	71 486	15 955	198 314	-5 103	193 210	-37 556	70 361	32 806	2 044	-25 800	-480	-12 327	-12 993
06 E-J	P 50 457	68 864	-41 505	53 311	11 806	147 817	-2 888	144 929	-38 272	44 707	6 435	824	-18 407	240	-17 058	-1 590
07 E-J	P 56 839	78 341	-26 432	41 492	15 060	107 643	15 911	123 553	-2 527	46 525	43 998	-342	-21 502	-346	-10 390	-10 766
06 Abr	P 6 830	10 023	-1 734	6 708	4 973	12 801	-3 083	9 719	-1 304	7 163	5 860	259	-3 193	440	-3 502	-131
May	P 5 670	3 688	-3 588	3 854	266	39 269	-16 669	22 601	-31 039	7 426	-23 613	-955	1 982	171	2 240	-429
Jun	P 5 588	9 873	-5 467	4 995	-472	27 088	-2 903	24 185	-12 747	4 409	-8 338	1 000	-4 285	-270	-4 148	134
Jul	P 8 039	10 470	-1 349	6 753	5 405	21 176	-1 722	19 454	-9 432	5 854	-3 578	74	-2 430	113	-1 897	-646
Ago	P 7 049	-1 972	-2 874	2 770	-104	2 192	2 103	4 295	-1 453	1 954	500	163	9 021	-150	10 682	-1 511
Sep	P 7 125	10 138	-3 248	4 679	1 431	15 316	-7 069	8 247	-1 759	11 038	9 279	-171	-3 013	-482	-1 975	-557
Oct	P 7 293	17 408	1 358	1 316	2 674	15 675	-3 055	12 621	-1 119	11 615	10 497	1 493	-10 114	4	-5 821	-4 297
Nov	P 7 849	7 235	-4 313	4 412	98	14 458	4 662	19 120	-2 231	5 081	2 849	-679	614	-20	3 750	-3 116
Dic	P 1 699	5 600	-4 950	4 999	49	2 856	1 143	3 999	7 279	-4 033	3 246	415	-3 901	-73	-1 905	-1 923
07 Ene	P 7 650	6 609	-2 105	4 550	2 445	16 709	-346	16 363	-8 633	6 318	-2 315	638	1 041	45	963	33
Feb	P 9 376	16 999	1 403	474	1 877	17 715	5 409	23 124	-2 190	10 289	8 098	71	-7 623	32	-6 077	-1 578
Mar	P 7 292	6 518	-4 662	2 483	-2 179	18 410	5 597	24 007	-7 622	19 297	11 675	392	774	-33	2 645	-1 838
Apr	P 6 468	20 239	-6 340	12 778	6 438	18 014	932	18 946	7 472	-13 089	-5 617	1 093	-13 771	-17	-12 813	-941
May	P 8 400	6 564	-9 661	11 760	2 099	9 722	5 364	15 086	7 987	4 585	12 572	-1 484	1 836	-29	3 622	-1 756
Jun	P 9 042	10 692	-885	1 627	743	12 394	1 260	13 654	-801	8 449	7 648	-16	-1 650	-308	321	-1 663
Jul	P 8 610	10 720	-4 183	7 820	3 637	14 679	-2 306	12 373	1 260	10 677	11 937	-1 036	-2 109	-35	949	-3 023

**CUENTA FINANCIERA
(VNP-VNA)**



**CUENTA FINANCIERA, EXCEPTO BANCO DE ESPAÑA. DETALLE
(VNP-VNA)**



FUENTE: BE. Cifras elaboradas según el Manual de Balanza de Pagos del FMI (5.^a edición, 1993).

a. Tanto la variación de activos (VNA) como la variación de pasivos (VNP) han de entenderse 'netas' de sus correspondientes amortizaciones. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNA supone una salida (entrada) de financiación exterior. Un signo positivo (negativo) en las columnas señalizadas como VNP supone una entrada (salida) de financiación exterior. b. No recoge las inversiones directas en acciones cotizadas e incluye inversiones de cartera en acciones no cotizadas. c. Incluye inversiones directas en acciones cotizadas, pero no recoge las inversiones de cartera en acciones no cotizadas. d. Principalmente, préstamos, depósitos y operaciones temporales. e. Un signo positivo (negativo) supone una disminución (aumento) de las reservas y/o de los activos del BE frente al Eurosistema.

7.3. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
EXPORTACIONES Y EXPEDICIONES

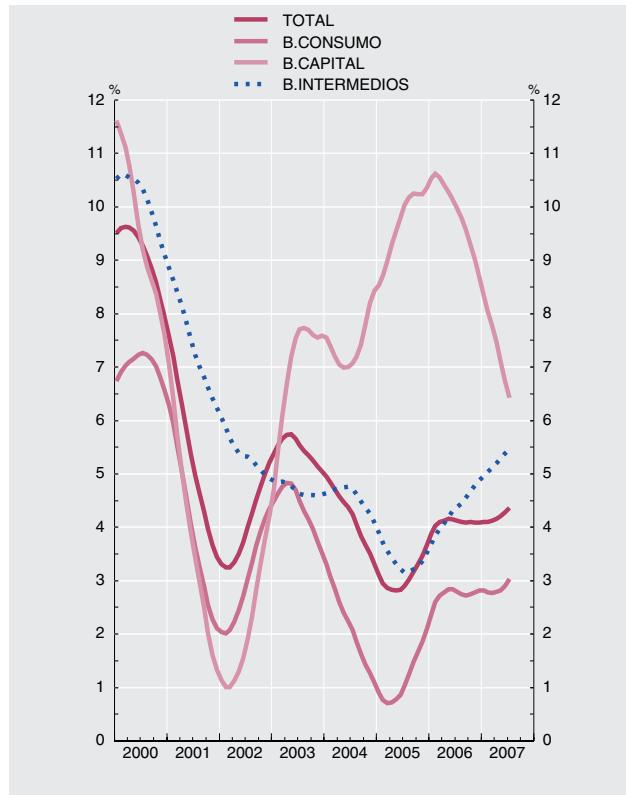
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:	UE 15	Del cual:	Total	Estados Unidos				
01	129 771	4,5	4,2	3,7	-1,4	5,7	-22,8	7,5	6,3	6,0	5,1	4,5	-6,6	8,3	-6,1	-6,6		
02	133 268	2,7	3,7	3,9	-3,5	4,8	4,7	4,7	2,6	2,1	1,2	3,3	2,4	10,1	-19,8	5,7		
03	138 119	3,6	5,2	4,2	11,9	4,8	24,7	3,9	4,4	4,5	5,2	3,8	-1,7	-5,4	2,2	-23,4		
04	146 925	6,4	5,3	2,2	13,1	6,6	10,2	6,4	4,9	5,1	5,2	5,9	2,0	12,2	3,3	4,7		
05	155 005	5,5	0,8	-0,9	5,3	1,4	-8,9	2,0	2,5	2,3	2,1	4,2	10,2	10,4	11,8	14,5		
06	Jun			11,9	6,2	9,2	-14,3	9,0	-10,7	10,0	13,1	12,9	12,2	9,7	24,0	39,7	14,6	
	Jul			6,2	0,1	-2,8	8,3	0,4	-13,8	1,1	7,2	6,6	9,1	6,5	15,6	-14,4	32,4	-9,0
	Ago			13,5	7,5	6,5	26,1	5,1	-12,6	6,4	9,3	8,7	10,6	10,3	26,3	25,2	79,4	4,1
	Sep			4,3	-1,0	-5,3	18,9	-1,1	-16,2	-0,2	3,8	3,6	4,9	3,1	-1,2	-0,6	11,1	23,5
	Oct			15,5	9,3	5,0	27,0	9,9	-21,1	11,6	17,6	17,3	18,2	14,5	-4,1	-1,5	57,0	31,3
	Nov			3,5	0,1	-0,5	-8,6	2,8	-39,6	5,0	7,5	6,9	8,3	5,9	3,5	-16,8	-28,7	-15,3
	Dic			9,4	5,2	8,5	-7,0	5,8	31,8	4,4	1,6	0,9	2,8	4,9	40,5	14,2	23,6	9,9
07	Ene			9,5	6,0	9,7	-18,6	8,5	-15,1	9,7	11,4	10,5	13,6	9,0	4,7	31,0	-16,4	76,6
	Feb			6,2	1,7	-2,4	7,4	3,8	-3,4	4,1	3,0	2,5	4,4	4,5	20,8	-16,6	58,2	-23,2
	Mar			5,5	1,6	0,3	-6,4	4,0	-19,7	5,2	8,4	7,4	9,2	5,9	-2,8	15,7	-24,0	-8,1
	Abr			9,4	6,7	6,7	18,6	4,5	-6,7	5,0	9,0	8,1	10,1	4,8	-12,0	45,0	42,2	-4,6
	May			3,5	0,2	-5,9	1,6	4,6	-6,2	5,1	4,4	3,4	5,6	2,5	-22,1	-11,0	-14,4	-10,9
	Jun			6,0	2,0	-2,2	0,5	5,3	-3,3	5,6	3,4	2,3	3,0	4,2	24,3	14,2	22,0	14,4
	Jul			12,7	10,6	13,2	-5,8	12,2	15,5	12,0	12,7	12,1	13,7	11,7	9,4	27,7	-20,9	8,0

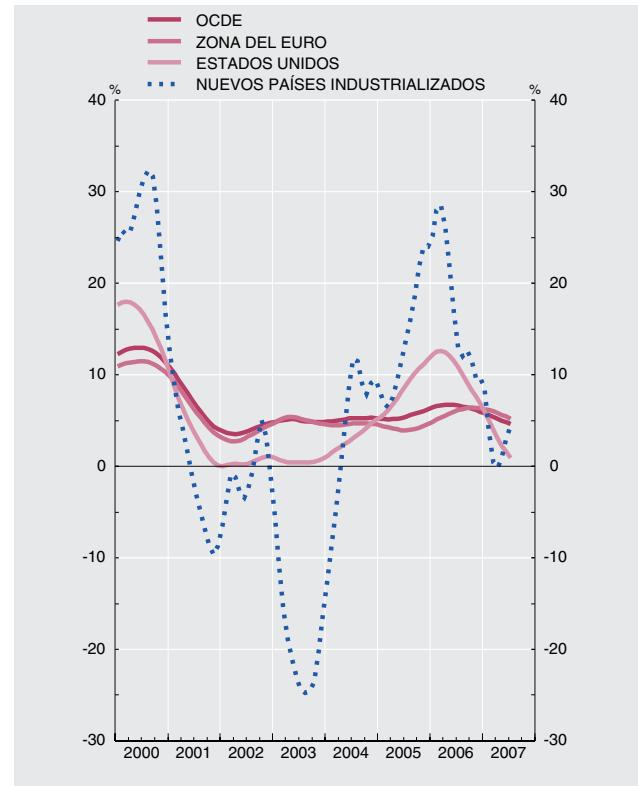
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 4 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

7.4. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FRENTA A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
IMPORTACIONES E INTRODUCCIONES

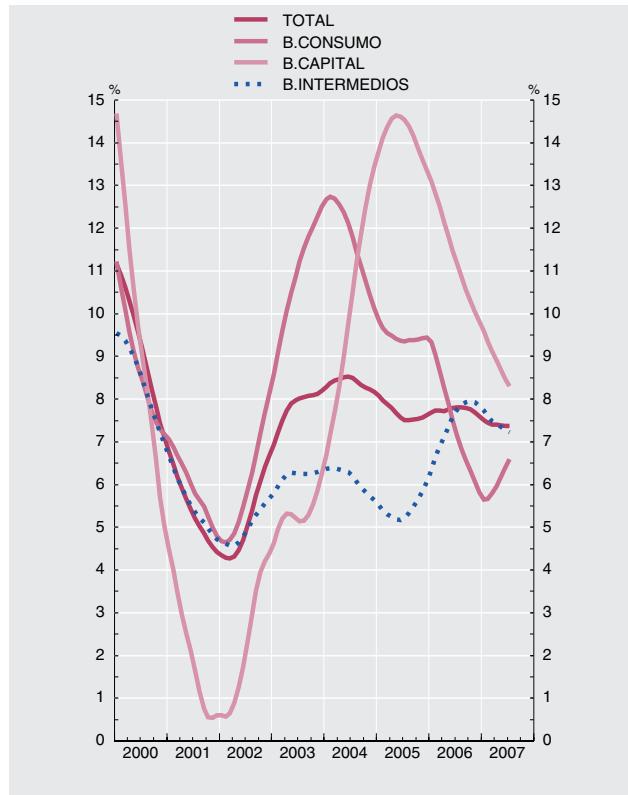
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y tasas de variación interanual

	Total			Por tipos de productos (series deflactadas) (a)						Por áreas geográficas (series nominales)								
	Millones de euros	Nominal	Deflactado (a)	Consumo	Capital	Intermedios			UE 25			OCDE		OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados		
						Total	Energéticos	No energéticos	Total	Del cual:	UE 15	Del cual:	Total	Estados Unidos				
01	173 210	2,2	3,4	6,4	-2,0	3,2	-1,0	4,3	3,5	3,0	3,8	2,6	-10,1	-8,1	3,7	-2,2		
02	175 268	1,2	4,3	5,0	-5,4	5,9	5,6	5,9	1,6	1,3	1,9	0,9	-8,5	-11,0	5,7	2,4		
03	185 114	5,6	7,1	9,6	12,9	4,8	1,0	5,7	5,9	5,4	5,3	5,8	-4,8	1,9	12,9	1,1		
04	208 411	12,6	9,9	13,5	14,4	7,3	10,6	6,5	9,8	9,5	10,1	11,3	9,3	12,8	7,9	14,6		
05	232 954	11,8	6,4	8,4	17,6	3,4	10,9	1,5	5,5	5,2	5,3	6,1	-0,1	36,9	29,3	11,2		
06	Jun	22 877	13,5	11,6	10,9	-2,8	14,9	4,7	17,2	11,4	10,5	11,6	8,4	-22,6	52,3	11,8	46,7	
	Jul	20 774	9,8	8,5	3,4	12,3	10,3	4,8	11,6	7,7	7,4	8,0	7,5	37,8	30,3	4,8	21,7	
	Ago	19 342	13,0	10,5	4,9	5,2	14,4	1,3	19,0	8,9	8,0	8,2	9,0	-4,6	26,1	24,6	28,8	
	Sep	21 740	5,4	4,6	-0,5	2,3	7,6	-8,5	11,7	3,0	2,1	3,4	-3,2	-7,1	39,8	9,8		
	Oct	23 665	19,2	17,2	13,6	31,5	16,5	15,1	16,9	13,3	13,5	14,8	13,9	18,1	38,1	51,8	41,5	
	Nov	23 871	9,1	8,8	8,9	-4,6	12,5	1,3	15,2	8,2	6,9	8,9	8,5	19,4	-2,0	-16,0	9,8	
	Dic	20 934	2,3	1,1	0,3	-8,1	3,8	2,6	4,1	-4,7	-5,4	-3,5	-3,3	36,8	12,2	29,1	24,3	
07	Ene	21 592	11,7	10,8	-7,9	32,2	17,9	4,0	21,6	10,1	6,4	5,8	7,7	15,4	1,6	17,2	0,3	
	Feb	21 749	6,1	5,5	1,8	14,7	5,5	3,2	6,1	4,8	5,6	6,2	5,1	-8,9	41,2	-1,8		
	Mar	24 106	2,7	0,8	3,1	14,8	-2,7	-12,0	-0,5	4,9	5,2	5,7	2,7	-3,6	-19,6	-1,7	0,6	
	Abr	22 059	10,0	12,3	10,6	9,3	13,5	1,9	16,4	12,1	12,3	13,3	11,8	11,6	-11,3	5,5	-1,9	
	May	23 943	4,1	6,8	-0,1	17,6	8,0	6,4	8,4	5,6	5,3	7,5	6,5	18,0	-10,0	-26,2	-10,6	
	Jun	24 426	6,8	3,6	7,2	6,2	1,4	1,0	1,5	6,7	6,2	6,2	6,3	18,1	-2,4	3,3	13,7	
	Jul	23 983	15,4	13,4	15,0	0,6	14,8	10,6	15,8	14,4	13,4	14,9	15,1	4,1	-1,1	22,2	2,5	

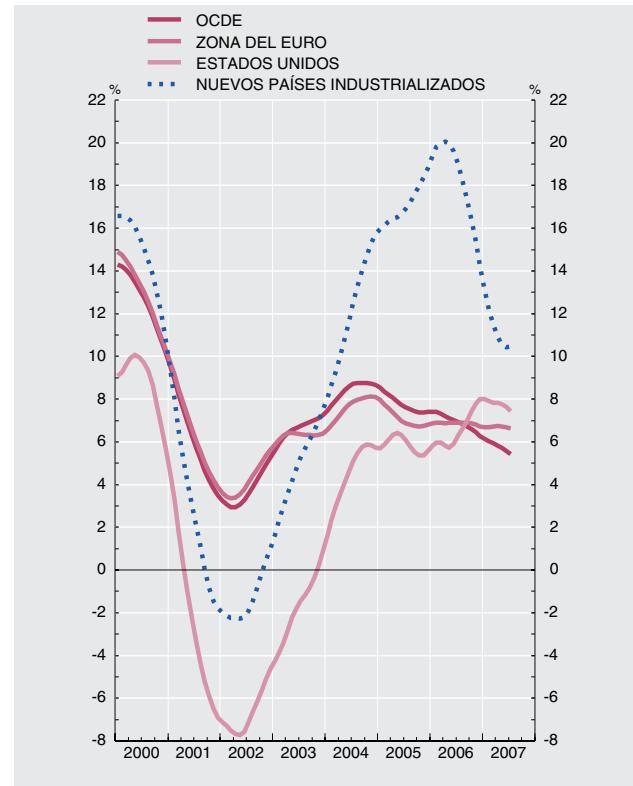
POR TIPOS DE PRODUCTOS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO SEATS)



POR ÁREAS GEOGRÁFICAS

Tasas de variación interanual (tendencia obtenida con TRAMO-SEATS)



FUENTES: ME y BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 2 y 3.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

a. Series deflactadas con el índice de valor unitario correspondiente.

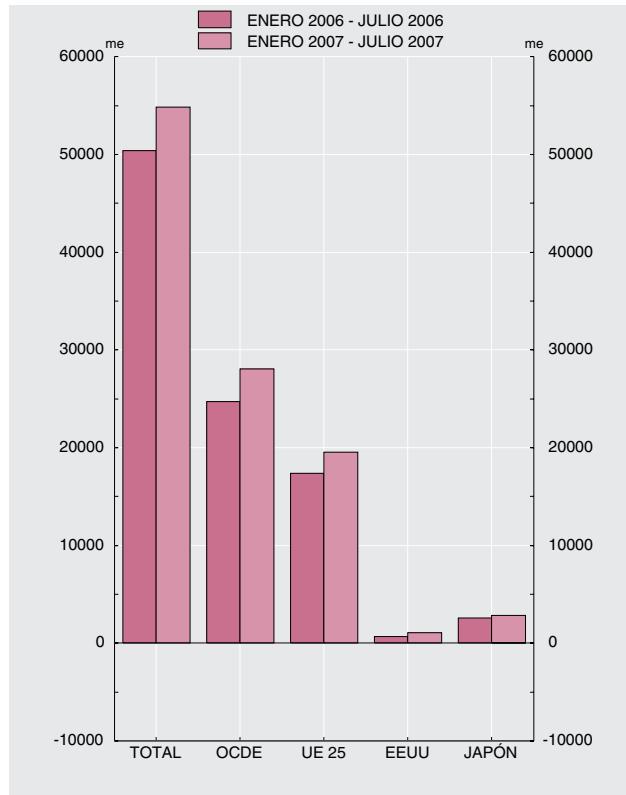
**7.5. COMERCIO EXTERIOR DE ESPAÑA FREnte A OTROS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO Y EL RESTO DEL MUNDO.
DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA DEL SALDO COMERCIAL**

■ Serie representada gráficamente.

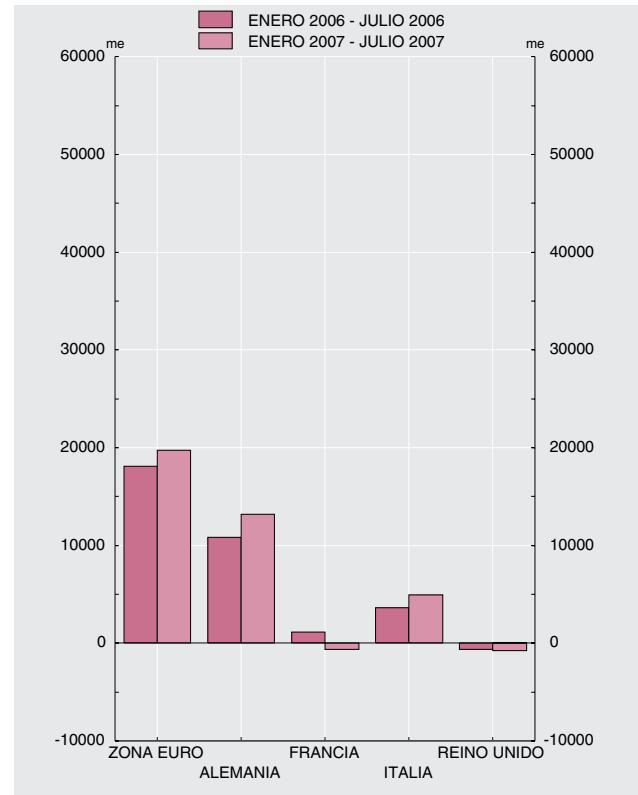
Millones de euros

	Total mundial	Unión Europea (UE 25)										OCDE			OPEP	Otros países americanos	Nuevos países industrializados			
		Total	Unión Europea (UE 15)									Del cual:								
			Zona del euro			Reino Unido			Resto UE 15			Total								
			Del cual:			Total			Alemania			Estados Unidos de América		Japón						
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15				
02	-42 000	-16 612	-17 543	-18 385	-12 970	-3 436	-3 312	1 430	-587	-24 004	-1 416	-3 224	-7 771	-897	-2 176					
03	-46 995	-19 048	-19 322	-19 450	-13 731	-3 239	-3 517	1 035	-907	-27 616	-1 170	-3 855	-8 187	-1 467	-2 600					
04	-61 486	-25 907	-25 478	-25 473	-16 282	-3 353	-5 671	472	-476	-36 990	-1 692	-4 583	-9 253	-1 784	-3 104					
05	-77 950	-30 553	-29 889	-29 596	-16 749	-3 112	-6 938	-210	-82	-41 592	-1 092	-4 769	-13 683	-3 089	-3 411					
06	-92 249	-33 476	-31 940	-32 084	-18 689	-1 625	-7 184	294	-150	-45 357	-1 062	-4 652	-18 384	-3 316	-4 564					
06 E-J	-50 390	-18 322	-17 362	-18 121	-10 833	-1 111	-3 603	626	132	-24 705	-678	-2 605	-10 306	-1 511	-2 642					
07 E-J	-54 878	-20 473	-19 532	-19 720	-13 186	612	-4 926	764	-577	-28 070	-1 071	-2 827	-9 039	-1 683	-2 630					
06 Jun	-7 685	-3 060	-2 923	-3 136	-1 594	-597	-475	194	19	-4 015	28	-421	-1 560	-207	-476					
Jul	-7 177	-2 676	-2 675	-2 716	-1 563	-101	-680	-19	60	-3 540	-209	-336	-1 549	-118	-359					
Ago	-8 078	-2 856	-2 773	-2 708	-1 491	-165	-483	-68	3	-3 752	2	-326	-1 716	-123	-301					
Sep	-7 647	-2 359	-2 256	-2 251	-1 396	-83	-460	-5	-0	-3 437	-43	-372	-1 476	-429	-322					
Oct	-8 402	-2 612	-2 481	-2 582	-1 597	93	-672	97	4	-3 939	-95	-455	-1 601	-582	-439					
Nov	-8 775	-3 075	-2 890	-2 844	-1 642	65	-898	87	-134	-4 392	-202	-375	-1 336	-531	-476					
Dic	-6 396	-2 961	-2 807	-2 709	-1 483	-209	-606	-78	-20	-3 565	37	-361	-1 422	84	-405					
07 Ene	-7 624	-2 214	-1 825	-1 918	-1 456	112	-438	150	-57	-3 089	-138	-375	-1 330	-383	-354					
Feb	-6 889	-2 374	-2 316	-2 375	-1 756	167	-605	145	-86	-3 338	-80	-401	-1 206	-180	-341					
Mar	-7 804	-2 837	-2 799	-2 826	-1 840	170	-642	183	-156	-3 907	-136	-475	-1 183	-425	-355					
Abr	-7 660	-3 344	-3 257	-3 061	-1 908	-68	-749	-113	-83	-4 559	-337	-389	-1 153	-3	-285					
May	-7 924	-2 863	-2 679	-2 718	-1 974	153	-714	81	-42	-4 191	-269	-407	-1 268	-192	-394					
Jun	-8 316	-3 617	-3 508	-3 606	-2 199	-24	-897	188	-90	-4 529	73	-410	-1 463	-111	-540					
Jul	-8 661	-3 225	-3 148	-3 217	-2 052	102	-881	132	-63	-4 458	-184	-368	-1 437	-390	-361					

DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



DÉFICIT COMERCIAL ACUMULADO



FUENTE: ME.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, capítulo 17, cuadros 3 y 5.

Las series mensuales corresponden a datos provisionales, en tanto que las series anuales son los datos definitivos de comercio exterior.

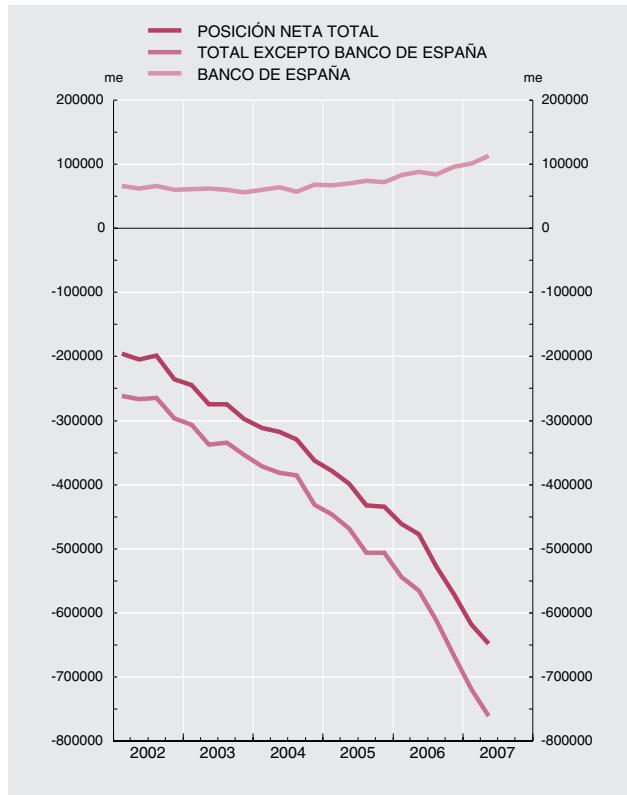
7.6. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

■ Serie representada gráficamente.

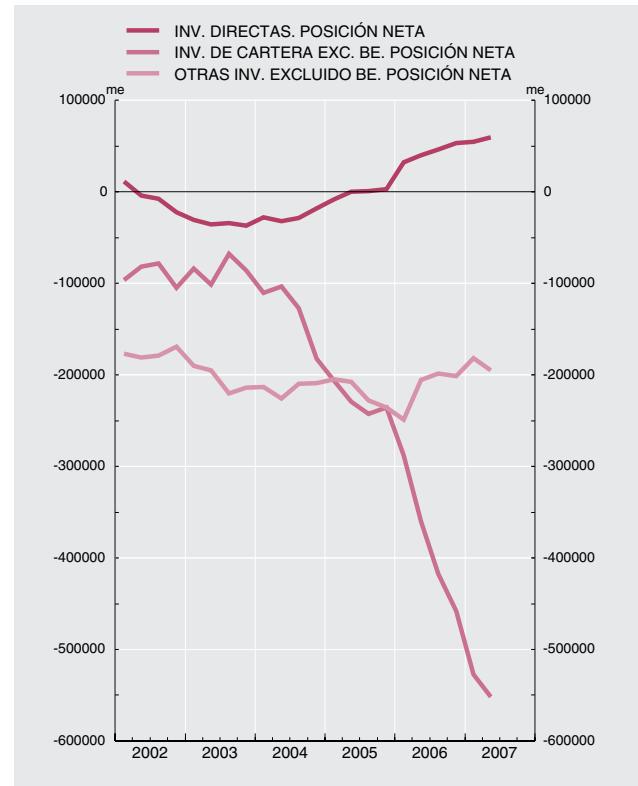
Saldos a fin de periodo en mm de euros

Posición de inversión internacional neta (activos-pasivos)	Total excepto Banco de España												Banco de España			
	Posición neta excepto Banco de España (activos-pasivos)	Inversiones directas			Inversiones de cartera			Otras inversiones			Derivados financieros	Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	Reservas	Activos frente al Euro-sistema	Otros activos netos (activos-pasivos)	
		Posición neta Banco de España (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)	Posición neta (activos-pasivos)	De España en el exterior (activos)	Del exterior en España (pasivos)						
1=	2=	3=6+9+12	4=3-4-5	5	6=7-8	7	8	9=10-11	10	11	12	13=	14 a 16	14	15	16
99	-165,2	-239,0	-7,3	117,5	124,8	-141,0	127,4	268,4	-90,7	152,8	243,5	...	73,7	37,3	36,0	0,4
00	-160,1	-244,1	12,2	180,2	168,0	-117,0	193,7	310,7	-139,3	166,4	305,8	...	84,0	38,2	45,3	0,4
01	-188,0	-256,4	16,3	217,5	201,1	-100,4	232,6	333,1	-172,3	172,5	344,8	...	68,5	38,9	29,2	0,4
02	R -236,0	-296,6	-22,1	223,1	245,2	-105,7	256,8	362,5	-168,9	197,4	366,3	-	60,6	38,4	22,7	-0,4
03	-297,7	-353,8	-37,4	231,6	268,9	-102,3	319,8	422,0	-214,2	204,0	418,1	-	56,1	21,2	18,3	16,6
04 //	-317,7	-381,9	-32,4	247,6	280,0	-123,4	347,9	471,3	-226,1	222,1	448,2	-	64,2	16,2	27,9	20,0
///	-329,0	-385,8	-28,6	254,2	282,9	-147,2	344,4	491,5	-210,0	229,7	439,7	-	56,8	15,9	20,5	20,4
/V	-362,9	-431,0	-18,4	272,3	290,7	-203,2	359,3	562,5	-209,4	222,2	431,6	-	68,1	14,5	31,9	21,7
05 /	-378,7	-446,0	-8,3	287,3	295,6	-232,7	366,5	599,2	-205,0	240,3	445,2	-	67,3	13,3	25,2	28,8
//	-398,3	-468,6	0,3	298,8	298,5	-261,4	390,8	652,2	-207,5	255,7	463,2	-	70,4	13,7	22,0	34,7
///	-432,3	-506,3	0,4	302,8	302,4	-278,9	417,7	696,6	-227,8	255,5	483,3	-	74,0	14,0	21,2	38,7
/V	-434,3	-506,4	2,6	317,0	314,4	-273,6	454,7	728,4	-235,4	269,1	504,5	-	72,2	14,6	17,1	40,5
06 /	-461,2	-544,2	32,1	348,5	316,5	-327,1	476,7	803,8	-249,2	286,5	535,7	-	83,0	15,4	26,8	40,8
//	-477,0	-564,8	39,9	360,7	320,8	-399,2	444,3	843,5	-205,5	301,6	507,1	-	87,8	14,6	32,2	41,0
///	-527,3	-611,1	46,5	375,7	329,2	-459,1	447,7	906,8	-198,5	316,6	515,1	-	83,8	15,0	25,4	43,4
/V	-570,9	-666,9	52,8	387,2	334,4	-508,9	455,7	964,6	-201,3	328,6	529,9	-9,6	96,0	14,7	29,4	52,0
07 /	-618,6	-719,4	54,4	392,5	338,1	-580,7	460,7	1 041,3	-181,9	363,0	544,9	-11,2	100,8	14,0	31,9	54,9
//	-648,3	-760,9	59,6	418,5	358,9	-609,4	471,9	1 081,3	-195,2	366,6	561,8	-15,9	112,6	12,9	40,7	59,0

POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



COMPONENTES DE LA POSICIÓN



FUENTE: BE.

Nota: A partir de diciembre de 2002, los datos de inversión de cartera se calculan con un nuevo sistema de información (véase la Circular del Banco de España n.2/2001 y la nota de novedades de los indicadores económicos). En la rubrica 'Acciones y participaciones en fondos de inversión' de los otros sectores residentes, la incorporación de los nuevos datos supone una ruptura muy significativa de la serie histórica, tanto en activos financieros como en pasivos, por lo que se ha realizado una revisión desde 1992. Si bien el cambio metodológico que introduce el nuevo sistema afecta también, en alguna medida, al resto de las rúbricas, su efecto no justifica una revisión completa de las series.

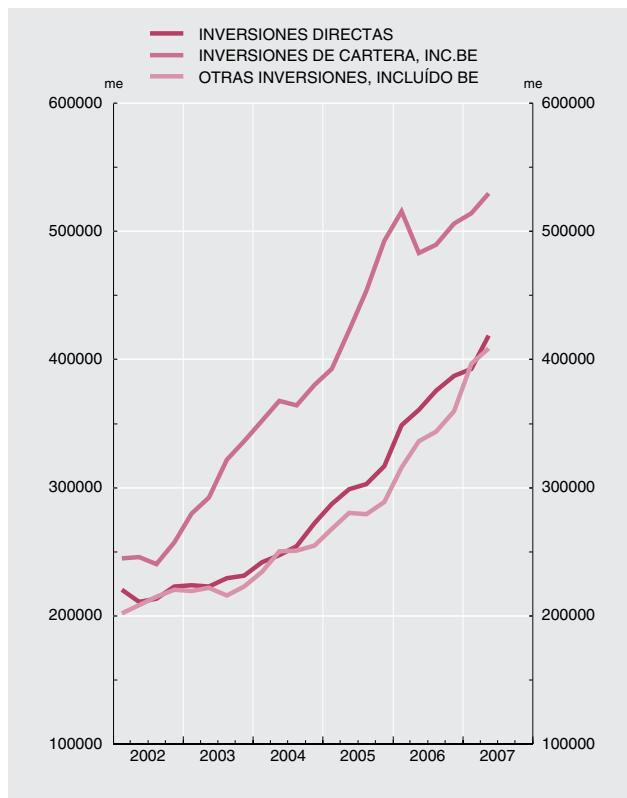
7.7. POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. DETALLE DE INVERSIONES

■ Serie representada gráficamente.

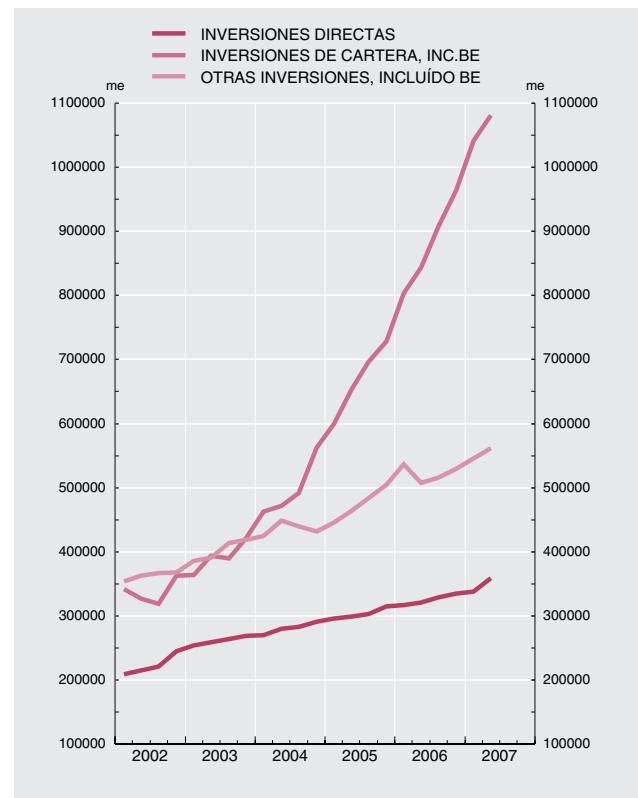
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Inversiones directas				Inversiones de cartera, incluido Banco de España				Otras inversiones, incluido Banco de España		Derivados financieros	
	De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior		Del exterior en España		De España en el exterior	Del exterior en España	De España en el exterior	Del exterior en España
	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y otras participaciones de capital	Financiación entre empresas relacionadas	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables	Acciones y participaciones en fondos de inversión	Otros valores negociables				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
99	110 031	7 469	106 535	18 251	42 282	85 105	145 948	122 443	189 266	243 489	...	...
00	167 151	13 095	142 844	25 182	83 918	109 764	147 521	163 138	212 159	305 778	...	...
01	197 233	20 231	164 360	36 768	74 596	158 052	144 151	188 925	202 099	344 845	...	...
02	R 206 268	16 815	194 711	50 456	50 712	206 581	116 967	245 492	220 483	367 646	-	-
03	217 086	14 477	207 096	61 828	62 677	273 344	147 878	274 166	222 670	418 202	-	-
04 //	230 136	17 465	214 813	65 228	75 271	292 225	149 108	322 159	250 458	448 162	-	-
///	234 813	19 406	218 183	64 681	71 014	293 161	150 702	340 847	250 801	439 721	-	-
/V	254 696	17 627	223 215	67 501	78 053	302 067	183 211	379 279	254 992	431 651	-	-
05 /	267 443	19 861	225 155	70 423	79 829	313 130	184 793	414 446	267 804	445 247	-	-
//	278 521	20 234	229 158	69 333	83 676	339 219	178 505	473 699	280 368	463 249	-	-
///	281 577	21 228	229 623	72 789	93 654	360 155	204 334	492 267	279 437	483 386	-	-
/V	295 784	21 209	239 162	75 254	104 157	388 472	197 347	531 035	288 964	504 641	-	-
06 /	328 771	19 763	239 311	77 144	119 452	395 944	214 645	589 149	315 929	536 197	-	-
//	339 595	21 143	244 871	75 972	122 047	361 127	206 547	636 951	336 270	507 419	-	-
///	355 871	19 848	247 800	81 435	126 170	363 383	232 494	674 271	343 688	515 241	-	-
/V	365 573	21 666	253 186	81 234	133 193	373 001	245 683	718 897	359 617	530 054	32 973	42 569
07 /	371 787	20 754	254 335	83 796	140 408	373 512	256 533	784 777	396 600	545 076	34 211	45 407
//	402 523	15 936	269 041	89 857	154 734	374 812	266 848	814 469	408 798	561 847	39 920	55 857

INVERSIONES DE ESPAÑA EN EL EXTERIOR



INVERSIONES DEL EXTERIOR EN ESPAÑA



FUENTE: BE.

Nota: Véase nota del indicador 7.6.

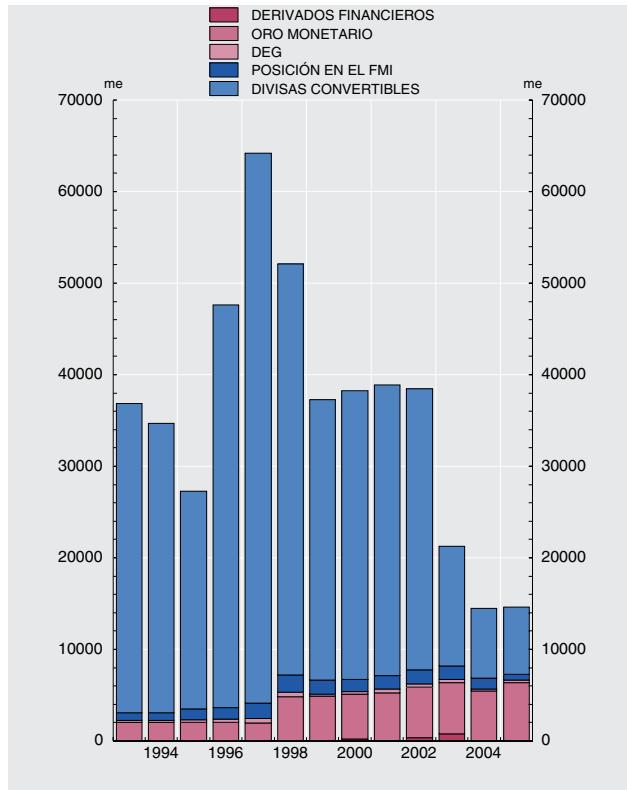
7.8. ACTIVOS DE RESERVA DE ESPAÑA

■ Serie representada gráficamente.

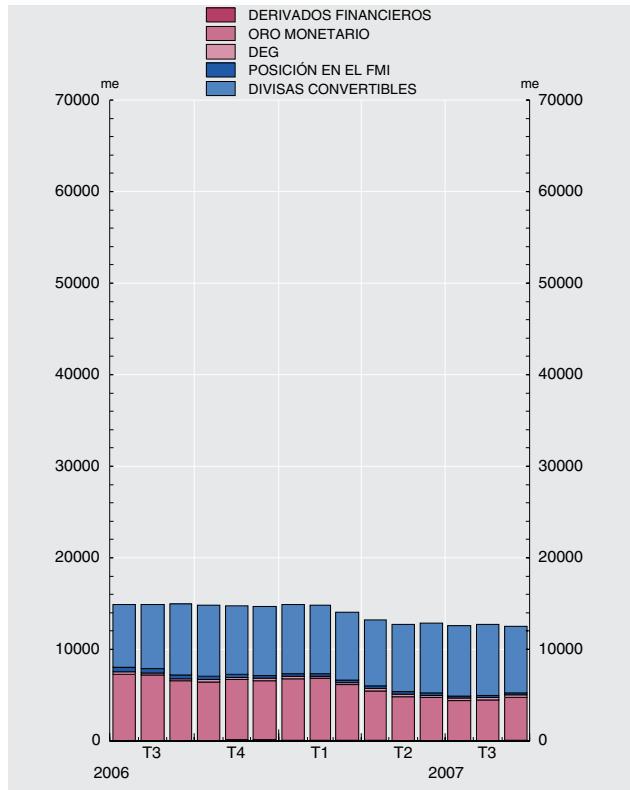
Saldos a fin de periodo en millones de euros

	Activos de reserva						Pro memoria: oro
	Total	Divisas convertibles	Posición de reserva en el FMI	DEG	Oro monetario	Derivados financieros	
	1	2	3	4	5	6	7
01	38 865	31 727	1 503	398	5 301	-63	16,8
02	38 431	30 695	1 518	337	5 500	382	16,8
03	21 229	13 073	1 476	328	5 559	793	16,8
04	14 505	7 680	1 156	244	5 411	15	16,8
05	14 601	7 306	636	281	6 400	-21	14,7
06 Abr	15 255	6 851	399	254	7 537	214	14,7
May	14 910	6 575	395	253	7 472	217	14,7
Jun	14 605	6 925	474	253	6 950	3	14,7
Jul	14 918	6 896	469	255	7 295	3	14,7
Ago	14 915	7 018	468	256	7 155	18	14,7
Sep	14 972	7 746	410	258	6 586	-27	13,9
Oct	14 809	7 723	361	258	6 470	-3	13,7
Nov	14 750	7 489	322	254	6 544	141	13,4
Dic	14 685	7 533	303	254	6 467	127	13,4
07 Ene	14 893	7 557	307	261	6 716	52	13,4
Feb	14 800	7 459	261	251	6 735	94	13,4
Mar	14 045	7 410	255	251	6 037	91	12,1
Abr	13 232	7 252	252	249	5 379	100	10,8
May	12 696	7 332	281	243	4 829	11	9,9
Jun	12 873	7 616	281	244	4 732	0	9,9
Jul	12 572	7 647	261	246	4 397	20	9,1
Ago	12 734	7 764	249	245	4 460	16	9,1
Sep	12 493	7 227	245	241	4 711	69	9,1

ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE AÑO



ACTIVOS DE RESERVA SALDOS FIN DE MES



FUENTE: BE.

Nota: A partir de enero de 1999, no se consideran activos de reserva ni los denominados en euros ni en monedas distintas del euro frente a los residentes en países de la zona euro. Hasta diciembre de 1998, los datos en pesetas han sido convertidos a euros con el tipo irrevocable. Desde enero de 1999, todos los activos de reserva se valoran a precios de mercado. Desde enero de 2000, los datos de activos de reserva están elaborados de acuerdo con las nuevas normas metodológicas publicadas por el FMI en el documento 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity Guidelines for a Data Template', octubre de 2001, (<http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddsguide>). Con esta nueva definición, el importe total de activos de reserva a 31 de diciembre de 1999 hubiera sido de 37.835 millones de euros, en lugar de los 37.288 millones de euros que constan en el cuadro.

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN

Saldos a fin de periodo												Millones de euros			
Total deuda externa	Total	Administraciones Públicas							Otras instituciones financieras monetarias						
		Corto plazo		Largo plazo					Total	Corto plazo		Largo plazo			
		Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Instrumentos del mercado monetario		Depósitos	Bonos y obligaciones	Depósitos			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
03 /I	744 144	177 307	3 290	1 780	160 058	12 179	-	367 992	353	183 340	54 498	129 801			
IV	775 767	174 827	4 312	335	157 552	12 628	-	379 423	326	187 752	61 652	129 693			
04 /I	818 597	189 370	3 592	489	172 254	13 035	-	398 303	361	186 529	77 928	133 485			
II	859 825	186 801	3 200	428	170 051	13 121	-	430 763	353	207 118	84 615	138 676			
III	870 725	192 431	2 873	1 755	174 457	13 346	-	427 166	362	198 299	92 532	135 974			
IV	906 924	202 222	2 776	705	181 878	16 864	-	431 337	301	194 245	104 720	132 071			
05 /I	958 093	204 821	2 513	1 024	183 038	18 246	-	460 500	467	202 197	125 535	132 301			
II	1 038 112	213 926	2 110	437	194 059	17 320	-	490 258	587	232 191	139 670	117 810			
III	1 080 406	213 357	3 088	1 424	191 719	17 126	-	517 879	400	264 976	150 727	101 776			
IV	1 144 519	213 399	2 465	65	192 798	18 072	-	548 891	981	276 566	164 457	106 887			
06 /I	1 238 087	214 061	4 628	11	191 300	18 121	-	589 522	1 003	295 771	193 633	99 115			
II	1 258 174	213 327	3 620	345	191 381	17 981	-	580 901	2 186	268 475	208 797	101 443			
III	1 307 270	214 162	6 070	1 469	188 569	18 054	-	602 346	5 274	267 202	225 647	104 224			
IV	1 369 701	215 553	4 836	662	191 871	18 183	-	622 807	6 252	277 169	236 038	103 347			
07 /I	1 457 640	219 213	4 901	37	195 616	18 659	-	657 875	11 371	295 511	251 968	99 026			
II	1 515 630	213 701	5 446	440	189 073	18 741	-	683 737	10 672	294 344	269 408	109 312			

7.9. DEUDA EXTERNA DE ESPAÑA FRENTA A OTROS RESIDENTES EN LA ZONA DEL EURO Y AL RESTO DEL MUNDO. RESUMEN (CONT.)

Saldos a fin de periodo												Millions de euros			
Autoridad monetaria		Otros sectores residentes										Inversión directa			
Total	Corto plazo	Total	Corto plazo			Largo plazo				Total	Frente a:				
			Depósitos	Instrumentos del mercado monetario	Préstamos	Otros pasivos	Bonos y obligaciones	Préstamos	Créditos comerciales		Inversores directos	Afiladas			
			13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
03 /I	313	313	126 874	2 418	20 273	168	38 148	64 957	419	491	71 657	33 529	38 128		
IV	92	92	138 025	2 297	19 198	-	48 027	67 707	404	393	83 400	39 453	43 947		
04 /I	62	62	146 248	2 321	20 013	359	53 044	69 437	405	669	84 614	36 527	48 088		
II	1	1	152 757	2 561	18 246	229	61 378	69 314	403	625	89 504	37 429	52 075		
III	0	0	160 970	3 312	18 630	634	67 310	70 153	393	537	90 157	37 826	52 331		
IV	16	16	177 355	4 043	19 005	1 175	85 561	66 675	414	482	95 994	38 687	57 307		
05 /I	0	0	194 372	4 274	20 554	787	98 620	68 943	405	788	98 399	39 311	59 088		
II	71	71	232 694	3 839	19 887	1 569	133 435	72 779	397	788	101 164	41 303	59 861		
III	42	42	244 375	3 401	19 249	1 636	142 932	76 146	365	646	104 752	42 350	62 402		
IV	126	126	273 260	3 380	17 906	996	166 955	83 133	363	527	108 842	43 381	65 462		
06 /I	462	462	321 300	2 905	19 004	408	195 679	102 435	359	510	112 741	46 957	65 784		
II	291	291	349 851	4 283	17 841	330	226 684	99 856	352	506	113 804	48 227	65 577		
III	158	158	372 845	4 641	21 393	830	244 071	101 063	349	499	117 758	51 471	66 287		
IV	154	154	410 438	4 786	22 266	694	275 114	106 750	340	489	120 749	51 718	69 031		
07 /I	154	154	452 611	5 303	21 082	541	315 618	109 275	325	467	127 787	51 935	75 851		
II	96	96	478 782	5 491	26 761	1 054	334 378	110 311	321	467	139 314	52 333	86 981		

FUENTE: BE.

8.1.a BALANCE DEL EUROSISTEMA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados de deuda		
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros					
	Operac. principales de financiación (inyección)	Operac. de financiación a l/p (inyección)	Operac. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasivos netos frente a APP	Oro y activos netos en moneda extranjera						
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13	14	15	
06 Abr	409 990	289 025	120 000	1 300	-18	230	547	246 408	565 593	11 289	336 927	6 453	1 710	161 872	-	
<i>May</i>	406 539	286 957	120 002	-500	-0	217	136	241 231	569 873	5 142	336 937	3 153	1 645	163 663	-	
<i>Jun</i>	419 914	300 523	120 001	-223	-7	115	495	253 565	575 813	14 272	337 603	1 083	1 476	164 873	-	
<i>Jul</i>	449 416	329 739	120 000	-405	-1	359	276	280 132	585 320	34 646	327 983	-11 851	1 783	167 501	-	
<i>Ago</i>	436 866	317 587	120 002	-783	4	108	53	267 906	589 612	23 289	327 310	-17 685	3 046	165 915	-	
<i>Sep</i>	427 171	307 761	120 002	-548	-2	120	162	254 585	587 088	17 667	326 287	-23 883	4 915	167 670	-	
<i>Oct</i>	433 484	313 068	120 001	432	-9	84	92	261 353	591 532	22 866	327 789	-25 256	5 562	166 570	-	
<i>Nov</i>	428 935	308 796	120 002	-	5	175	43	252 396	594 677	15 133	327 060	-30 353	5 361	171 178	-	
<i>Dic</i>	442 027	321 852	119 999	119	-1	151	93	261 057	616 005	4 996	326 659	-33 285	5 152	175 819	-	
07 Ene	435 688	317 755	120 000	-1 996	-1	101	171	257 241	610 602	13 826	323 822	-43 365	3 374	175 024	49	
<i>Feb</i>	418 118	289 075	130 001	-902	2	61	119	236 075	604 440	4 649	321 665	-51 350	3 203	178 840	-	
<i>Mar</i>	420 564	280 636	140 909	-480	1	95	597	234 586	608 664	5 280	321 550	-57 808	2 903	183 075	-	
<i>Abr</i>	434 240	285 048	150 001	-1 180	-1	667	295	247 831	619 122	14 826	326 080	-60 037	3 924	182 485	-	
<i>May</i>	433 181	283 588	149 999	-107	-3	257	553	244 184	622 961	12 149	326 288	-64 638	4 944	184 053	-	
<i>Jun</i>	437 662	288 001	150 003	-300	-10	223	254	245 845	628 079	13 369	326 082	-69 521	4 464	187 353	-	
<i>Jul</i>	452 796	302 818	150 003	114	32	138	308	257 101	637 586	17 403	316 883	-81 004	2 914	192 780	-	
<i>Ago</i>	452 518	282 934	160 437	9 185	4	238	280	251 830	640 337	10 625	317 107	-82 024	1 897	198 790	-	
<i>Sep</i>	453 015	219 501	235 000	-888	-0	321	918	256 963	636 467	26 525	317 894	-88 135	5 898	190 154	-	

8.1.b BALANCE DEL BANCO DE ESPAÑA. PRÉSTAMO NETO A LAS ENTIDADES DE CRÉDITO Y SUS CONTRAPARTIDAS

Medias mensuales de datos diarios. Millones de euros

Total	Préstamo neto						Contrapartidas						Reservas mantenidas por entidades de crédito	Certificados del Banco de España				
	Operaciones de mercado abierto				Facilidades permanentes		Factores autónomos				Otros pasivos netos en euros							
	Operac. principales de financ. (inyección)	Oper. de financiación a l/p (inyección)	Oper. de ajuste estruct. (neto)	Otras	Facilidad marginal de crédito	Facilidad marginal de depósito	Total	Billetes	Pasi- vos netos frente a APP	Oro y activos netos en moneda extranjera	Resto (neto)	Total	Frente a residentes UEM	Resto				
	1=2+3+4 +5+6-7	2	3	4	5	6	7	8=9+10 -11+12	9	10	11	12	13=14+ +15	14	15	16	17	
06 Abr	24 830	21 809	2 944	95	-17	-	1	31 754	80 819	7 398	20 927	-35 537	-23 536	-21 553	-1 983	16 612	-	
<i>May</i>	25 257	22 251	3 022	-20	0	4	1	35 691	80 484	10 052	20 777	-34 068	-27 409	-24 561	-2 848	16 975	-	
<i>Jun</i>	23 300	19 898	3 440	-32	-7	-	-	39 354	81 230	11 760	20 839	-32 797	-32 777	-29 058	-3 719	16 722	-	
<i>Jul</i>	22 582	19 066	3 622	-67	-2	2	37	38 610	82 952	9 370	19 420	-34 292	-33 138	-29 195	-3 943	17 110	-	
<i>Ago</i>	21 380	17 921	3 501	-45	3	-	-	35 048	82 545	7 925	18 369	-37 053	-31 044	-28 013	-3 032	17 376	-	
<i>Sep</i>	21 261	17 621	3 677	-38	1	-	-	30 389	81 441	6 162	17 189	-40 025	-27 023	-24 750	-2 273	17 895	-	
<i>Oct</i>	21 333	17 413	3 908	23	-9	-	0	30 132	81 689	8 621	16 037	-44 142	-26 775	-25 416	-1 359	17 977	-	
<i>Nov</i>	21 334	17 392	3 939	-	2	0	0	29 670	81 557	11 191	15 636	-47 443	-26 688	-25 443	-1 245	18 352	-	
<i>Dic</i>	21 181	17 497	3 671	10	-2	5	0	26 202	84 859	7 042	15 432	-50 267	-24 501	-23 640	-861	19 480	-	
07 Ene	21 704	18 536	3 170	-	-1	-	0	25 995	84 423	8 554	15 350	-51 631	-22 709	-22 011	-698	18 418	-	
<i>Feb</i>	22 588	19 883	2 692	12	1	-	0	25 658	83 187	10 180	15 269	-52 440	-22 025	-21 757	-268	18 954	-	
<i>Mar</i>	20 302	16 637	3 939	-	0	-	274	22 613	83 729	8 474	15 065	-54 525	-21 554	-21 032	-521	19 243	-	
<i>Abr</i>	19 143	15 571	3 876	-232	-0	-	-	72	25 505	85 050	10 537	14 604	-55 479	-26 784	-26 289	-495	20 423	-
<i>May</i>	20 278	16 315	3 997	-	-2	0	32	34 020	84 242	20 763	14 040	-56 944	-33 112	-32 805	-307	19 370	-	
<i>Jun</i>	18 243	15 824	2 419	-	-0	-	0	33 209	84 836	21 333	13 529	-59 432	-35 156	-34 802	-354	20 191	-	
<i>Jul</i>	18 355	15 804	2 520	2	31	-	2	24 807	85 999	14 606	12 826	-62 972	-27 547	-27 106	-441	21 095	-	
<i>Ago</i>	18 179	15 657	2 341	183	-1	-	1	21 241	85 141	12 237	12 661	-63 477	-24 307	-24 045	-262	21 245	-	
<i>Sep</i>	20 937	12 319	8 673	-49	-5	-	1	18 791	83 558	11 531	12 559	-63 738	-17 965	-17 669	-296	20 111	-	

FUENTES: BCE para el cuadro 8.1.a y BE para el cuadro 8.1.b.

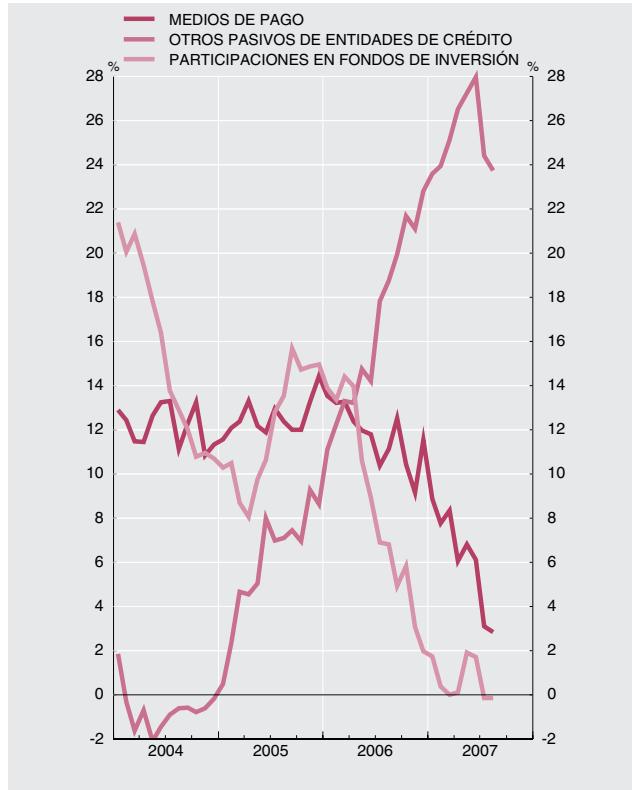
8.2. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

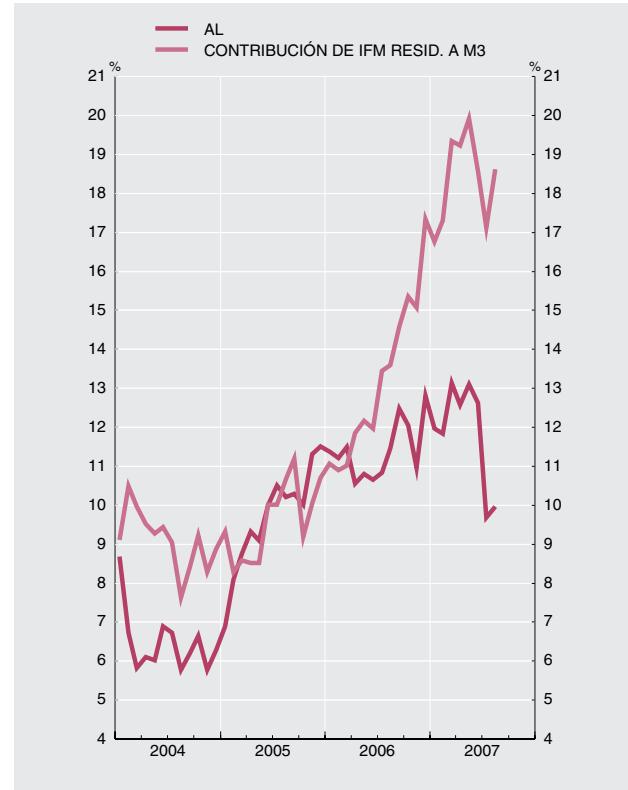
Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito					Participaciones en fondos de inversión				Pro memoria	
	Saldos	1 T 12	T 1/12		Saldos	1 T 12	T 1/12			Saldos	1 T 12	T 1/12		T 1/12	
			Efec- tivo	Depó- sitos (b)			Otros depó- sitos (c)	Cesiones temp. + valores de en- tidades de cré- dito	Depó- sitos en su- cursa- les en exterior			Renta fija en euros (d)	Resto	AL (e)	Contri- bución de IFM resid. a M3
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	401 569	11,3	19,7	9,5	277 903	-0,2	8,4	-28,4	-8,3	192 531	10,7	6,1	16,1	6,3	8,9
05	459 550	14,4	16,1	14,0	301 892	8,6	10,5	-0,6	5,3	221 306	14,9	7,7	22,6	11,5	10,7
06	512 581	11,5	9,9	11,9	370 743	22,8	22,8	29,4	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
06 May	466 598	12,0	14,9	11,3	322 995	14,8	13,5	26,4	0,3	225 730	10,6	-4,8	26,3	10,8	12,2
Jun	486 718	11,8	14,4	11,2	328 954	14,2	13,9	24,2	-10,3	225 521	8,9	-3,8	22,0	10,7	12,0
Jul	486 852	10,4	12,7	9,9	335 784	17,8	16,7	31,9	-4,1	225 387	6,9	-6,0	20,1	10,8	13,4
Ago	476 857	11,1	12,4	10,8	343 448	18,8	17,7	32,3	-3,3	227 969	6,8	-6,8	20,7	11,5	13,6
Sep	490 567	12,5	11,4	12,8	346 011	19,9	19,3	32,4	-5,5	227 577	4,9	-7,7	17,4	12,5	14,6
Oct	481 540	10,5	10,5	10,4	350 953	21,7	20,5	36,0	1,2	229 123	5,8	-7,4	18,9	12,0	15,3
Nov	486 157	9,1	10,6	8,8	358 407	21,1	21,4	26,8	-3,5	226 128	3,1	-9,6	15,1	11,0	15,1
Dic	512 581	11,5	9,9	11,9	370 743	22,8	22,8	29,4	0,9	225 687	2,0	-10,1	13,1	12,8	17,3
07 Ene	490 546	8,9	9,2	8,8	378 948	23,6	26,0	18,1	-4,0	225 798	1,8	-9,0	11,1	12,0	16,8
Feb	491 056	7,8	8,6	7,6	385 824	23,9	26,6	16,7	-4,1	225 755	0,4	-7,1	6,5	11,8	17,3
Mar	501 750	8,3	8,3	8,4	397 943	25,1	27,7	15,8	8,9	228 073	0,0	-3,1	2,4	13,1	19,3
Abr	491 186	6,0	7,2	5,8	402 752	26,5	28,5	20,6	7,1	228 575	0,1	-2,1	1,8	12,6	19,2
May	498 400	6,8	7,2	6,7	411 053	27,3	28,0	25,3	17,9	230 073	1,9	-3,7	6,2	13,1	19,9
Jun	516 493	6,1	6,5	6,0	421 009	28,0	28,5	30,5	5,4	229 351	1,7	-6,0	8,0	12,6	18,6
Jul	P 501 957	3,1	5,1	2,6	417 730	24,4	27,0	13,9	8,3	225 037	-0,2	-7,8	5,9	9,7	17,1
Ago	P 490 439	2,8	5,2	2,3	424 971	23,7	26,2	13,2	10,5	227 669	-0,1	-3,3	2,4	10,0	18,6

SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

- a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 9, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.
- c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.
- d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.
- e. Medios de pago, otros pasivos de entidades de crédito y participaciones en fondos de inversión de renta fija en euros.

8.3. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago (b)		Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión			
	Saldos	Tasa interanual	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual	
					Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
04	93 249	9,1	62 387	-2,1	24,6	-19,7	23 738	16,0	18,5	13,5
05	113 928	22,2	72 002	15,4	30,5	-0,1	30 552	28,7	14,8	42,8
06	135 637	19,1	83 068	15,4	17,4	12,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
06	May	20,1	72 484	21,4	19,1	24,7	28 671	8,8	-5,8	22,6
	<i>Jun</i>	18,7	73 432	13,4	12,7	14,3	28 369	5,8	-7,5	18,6
	<i>Jul</i>	16,2	74 640	21,6	21,1	22,4	28 654	3,9	-8,1	15,2
	<i>Ago</i>	18,1	77 780	19,8	21,8	17,0	29 057	3,1	-8,9	14,3
	<i>Sep</i>	22,9	78 383	18,6	24,3	11,3	29 075	0,5	-10,0	9,8
	<i>Oct</i>	17,9	77 920	20,0	22,0	17,1	28 899	-1,0	-9,8	6,7
	<i>Nov</i>	15,4	79 092	14,4	19,5	7,5	28 178	-5,9	-12,0	-0,7
	<i>Dic</i>	19,1	83 068	15,4	17,4	12,6	27 359	-10,5	-15,5	-6,4
07	Ene	15,9	81 579	13,6	24,5	-0,1	28 093	-6,7	-12,6	-2,0
	<i>Feb</i>	12,8	82 331	15,1	28,2	-1,3	28 740	-3,1	-6,4	-0,5
	<i>Mar</i>	13,9	85 940	18,0	30,7	1,8	29 765	2,2	2,4	2,0
	<i>Abr</i>	10,7	85 073	18,7	28,8	5,1	29 234	0,5	1,5	-0,3
	<i>May</i>	12,4	89 324	23,2	29,8	14,2	28 803	0,5	-1,9	2,2
	<i>Jun</i>	9,6	95 421	29,9	36,9	20,0	28 110	-0,9	-4,7	2,0
	<i>Jul</i>	3,1	91 038	22,0	30,3	10,2	27 581	-3,7	-8,1	-0,5
	<i>Ago</i>	4,6	93 412	20,1	27,4	9,8	27 903	-4,0	-3,7	-4,2

SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Efectivo, cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

8.4. MEDIOS DE PAGO, OTROS PASIVOS DE ENTIDADES DE CRÉDITO Y PARTICIPACIONES EN FONDOS DE INVERSIÓN DE LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Medios de pago				Otros pasivos de entidades de crédito				Participaciones en fondos de inversión					
	Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual		Saldos	Tasa interanual	Tasa interanual			
			Efectivo	Depósitos a la vista (b)			Otros depósitos (c)	Cesiones temp. + valores de e.c. + depós. en suc. en ext.			Renta fija en euros (d)	Resto		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
04	308 320	12,0	20,4	9,8	215 516	0,4	6,1	-30,7	168 793	10,0	4,5	16,4		
05	345 622	12,1	15,2	11,2	229 890	6,7	7,3	1,8	190 753	13,0	6,7	19,6		
06	376 944	9,1	10,1	8,8	287 675	25,1	23,8	36,5	198 328	4,0	-9,3	16,5		
06	May	349 279	9,5	14,5	8,0	250 511	13,0	12,5	16,6	197 059	10,9	-4,6	26,9	
	<i>Jun</i>	363 068	9,6	14,1	8,3	255 522	14,4	14,2	16,6	197 152	9,4	-3,3	22,5	
	<i>Jul</i>	363 997	8,5	12,4	7,4	261 144	16,8	16,0	23,5	196 733	7,4	-5,8	20,8	
	<i>Ago</i>	357 772	9,0	12,2	8,0	265 669	18,5	17,0	31,4	198 912	7,4	-6,4	21,8	
	<i>Sep</i>	363 922	9,3	11,3	8,7	267 628	20,3	18,3	38,7	198 501	5,6	-7,4	18,7	
	<i>Oct</i>	359 836	8,1	10,4	7,5	273 033	22,2	20,2	40,5	200 224	6,9	-7,0	20,9	
	<i>Nov</i>	361 500	7,1	10,7	6,1	279 315	23,1	21,8	34,9	197 950	4,5	-9,2	17,8	
	<i>Dic</i>	376 944	9,1	10,1	8,8	287 675	25,1	23,8	36,5	198 328	4,0	-9,3	16,5	
07	Ene	363 387	6,6	9,4	5,8	297 369	26,7	26,2	30,0	197 705	3,1	-8,5	13,3	
	<i>Feb</i>	362 905	6,1	8,8	5,3	303 493	26,6	26,3	28,6	197 014	0,9	-7,2	7,6	
	<i>Mar</i>	368 884	6,5	8,5	5,9	312 003	27,3	27,1	28,5	198 308	-0,3	-3,8	2,4	
	<i>Abr</i>	364 017	4,5	7,4	3,6	317 679	28,8	28,4	31,5	199 340	0,1	-2,6	2,1	
	<i>May</i>	366 540	4,9	7,4	4,2	321 729	28,4	27,7	34,2	201 270	2,1	-3,9	6,8	
	<i>Jun</i>	380 922	4,9	6,8	4,4	325 589	27,4	26,9	31,2	201 241	2,1	-6,2	8,9	
	<i>Jul</i>	P	375 254	3,1	5,3	2,4	326 692	25,1	26,3	15,6	197 456	0,4	-7,7	6,8
	<i>Ago</i>	P	365 888	2,3	5,4	1,3	331 559	24,8	26,0	15,7	199 766	0,4	-3,2	3,4

HOGARES E ISFLSH
Tasas de variación interanual



FUENTE: BE.

a. Este concepto se refiere a los instrumentos que se detallan, emitidos por entidades de crédito y fondos de inversión residentes, salvo la columna 6, que recoge los depósitos en las sucursales de bancos españoles en el exterior.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. Depósitos con preaviso a más de tres meses y depósitos a plazo.

d. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

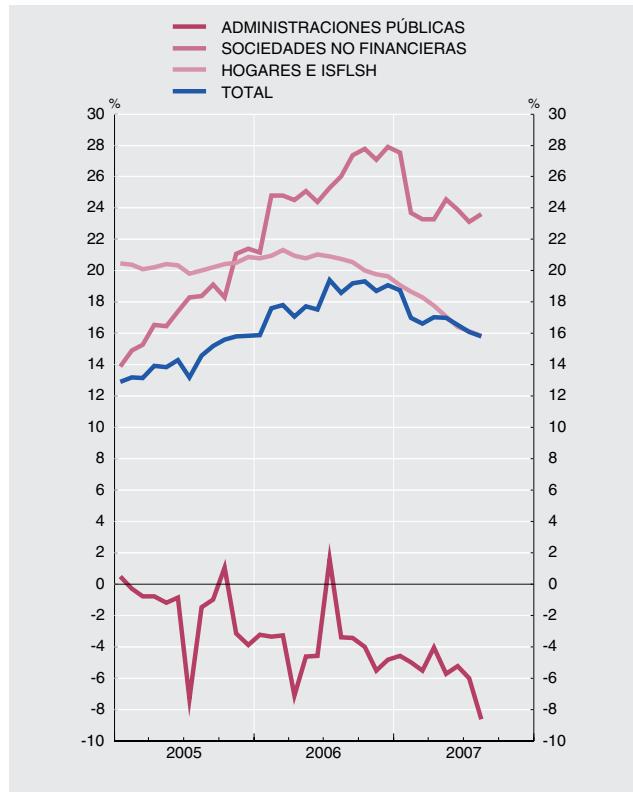
8.5. FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

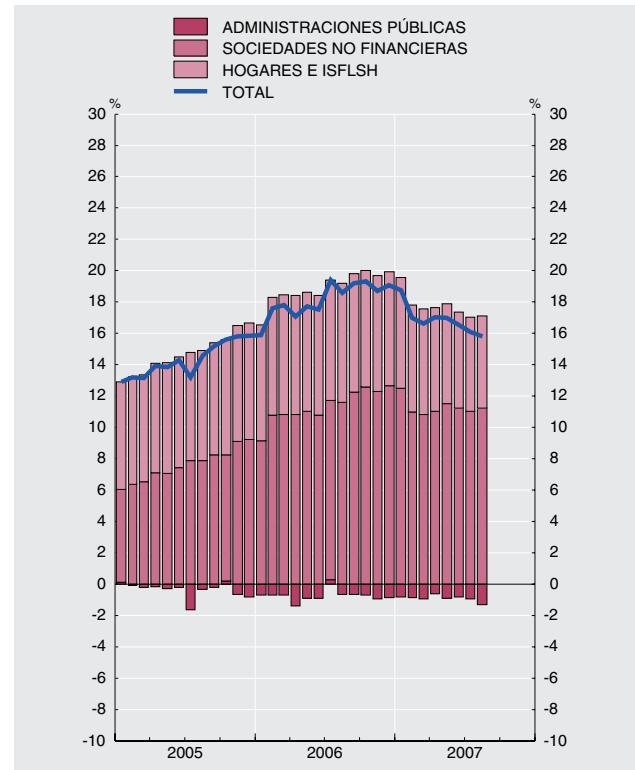
Millones de euros y porcentajes

	Total			Tasa interanual								Contribución a la tasa del total									
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Admi- nistraciones Públi- cas (b)	Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH					Por sectores		Por instrumentos			
					Por sectores		Por instrumentos				Por sectores		Por instrumentos			Por sectores		Por instrumentos			
					Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior		Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	Socie- dades no finan- cieras	Hoga- res e ISFL SH	Prést. de ent. de cré- dito y fondos tituliz.	Valo- res dis- tintos de accio- nes	Prés- tamos del exte- rior	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17				
04	1 510 072	165 523	12,4	-0,2	16,3	13,2	20,2	19,1	-1,2	3,5	-0,0	12,4	5,6	6,8	12,0	-0,0	0,4				
05	1 756 788	239 370	15,9	-3,9	21,2	21,4	20,9	23,0	23,7	10,7	-0,8	16,7	9,2	7,5	15,2	0,2	1,3				
06	2 095 767	335 476	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8				
06 May	1 883 186	31 830	17,7	-4,6	23,1	25,1	20,8	23,3	78,9	18,5	-0,9	18,6	11,0	7,6	15,8	0,6	2,2				
Jun	1 929 372	44 666	17,5	-4,6	22,9	24,4	21,0	23,2	94,3	16,0	-0,9	18,4	10,8	7,7	15,8	0,8	1,9				
Jul	1 964 218	34 689	19,4	1,6	23,3	25,3	20,9	23,5	112,3	16,4	0,3	19,1	11,4	7,7	16,3	0,9	2,0				
Ago	1 969 125	5 475	18,6	-3,4	23,7	26,0	20,8	24,0	112,6	16,1	-0,6	19,2	11,6	7,6	16,4	0,9	1,9				
Sep	1 999 646	33 161	19,2	-3,4	24,3	27,4	20,6	24,4	123,3	17,2	-0,6	19,8	12,3	7,6	16,9	0,9	2,0				
Oct	2 014 059	14 317	19,3	-4,0	24,3	27,8	20,0	24,2	132,5	17,6	-0,7	20,0	12,6	7,4	17,0	1,0	2,1				
Nov	2 047 341	31 303	18,7	-5,5	23,8	27,1	19,8	24,6	131,0	12,4	-1,0	19,7	12,3	7,4	17,2	1,0	1,5				
Dic	2 095 767	47 364	19,1	-4,8	24,2	27,9	19,6	24,4	135,1	15,6	-0,8	19,9	12,7	7,3	17,1	1,0	1,8				
07 Ene	2 119 936	20 466	18,8	-4,6	23,7	27,5	19,1	24,3	132,0	13,5	-0,8	19,6	12,5	7,1	17,0	1,0	1,6				
Feb	2 131 579	10 966	17,0	-5,0	21,5	23,7	18,7	23,7	61,5	5,5	-0,8	17,8	11,0	6,9	16,5	0,7	0,7				
Mar	2 165 612	29 742	16,6	-5,5	21,1	23,3	18,3	23,3	58,9	5,2	-0,9	17,6	10,8	6,7	16,3	0,7	0,7				
Abr	2 172 293	11 050	17,0	-4,0	20,9	23,3	17,8	22,6	56,7	7,9	-0,6	17,6	11,0	6,6	16,0	0,6	1,0				
May	2 209 960	37 019	17,0	-5,7	21,2	24,5	17,1	22,5	55,9	10,7	-0,9	17,9	11,5	6,4	16,0	0,6	1,3				
Jun	2 262 273	43 530	16,5	-5,2	20,6	23,9	16,4	21,9	30,2	11,9	-0,8	17,4	11,2	6,1	15,5	0,4	1,4				
Jul	P 2 290 137	31 808	16,1	-6,0	20,1	23,1	16,2	21,2	30,3	11,9	-0,9	17,0	11,0	6,0	15,2	0,4	1,4				
Ago	P 2 290 697	621	15,8	-8,6	20,2	23,6	15,8	21,2	30,7	12,9	-1,3	17,1	11,2	5,9	15,2	0,4	1,5				

FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS SECTORES NO FINANCIEROS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española", en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Total de pasivos (consolidados) menos depósitos. Se deducen los pasivos entre Administraciones Públicas.

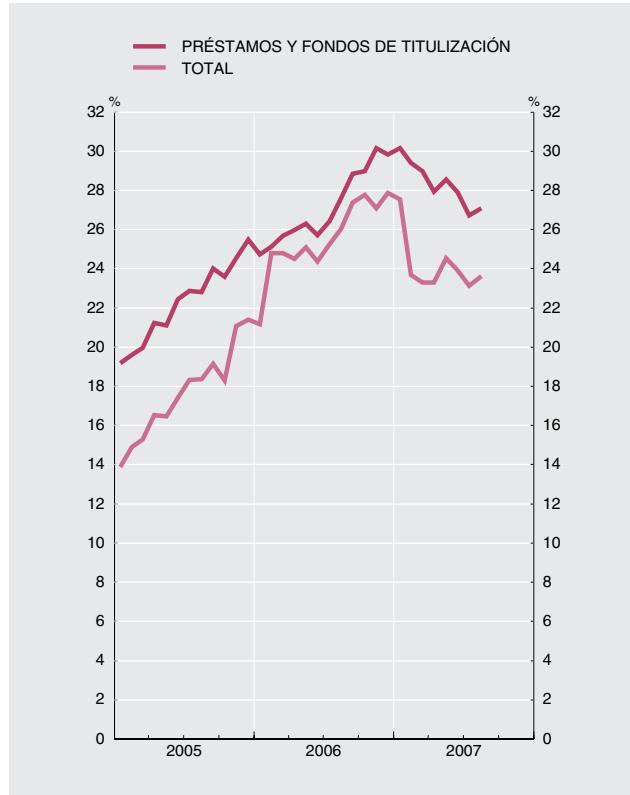
8.6. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

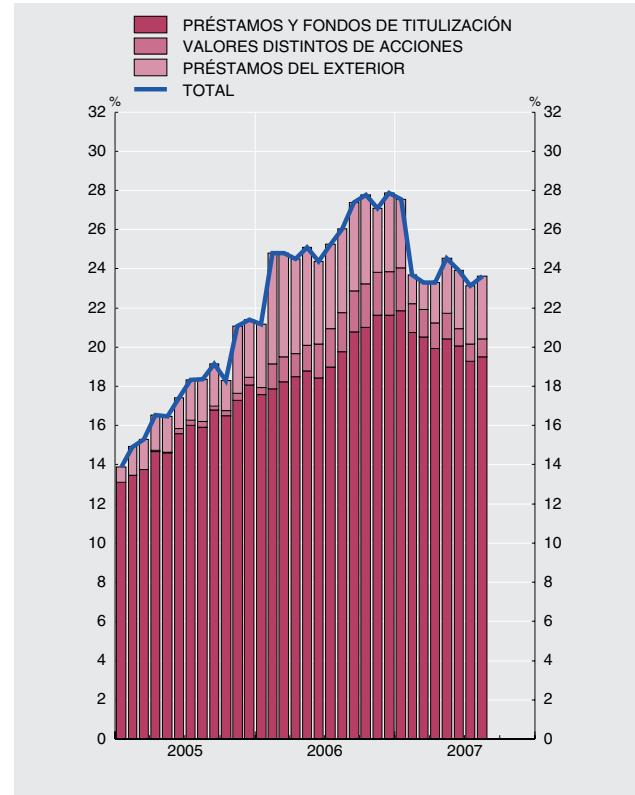
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entidades de crédito residentes y préstamos titulizados fuera del balance			Valores distintos de acciones (b)			Préstamos del exterior			Pro memoria: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	del cual	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	
								Emisiones de filial financ. resid.						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
04	650 617	75 420	13,2	461 109	17,8	12,2	10 678	-	-1,2	-0,0	178 830	3,4	1,0	15 538
05	797 581	139 236	21,4	578 229	25,5	18,1	13 207	2 634	23,7	0,4	206 145	10,7	2,9	5 581
06	1 023 962	222 367	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 230
06 May	884 997	9 500	25,1	632 774	26,3	18,8	20 958	10 277	78,9	1,3	231 266	18,5	5,0	4 640
Jun	905 074	18 488	24,4	651 356	25,7	18,4	25 737	14 765	94,3	1,7	227 982	15,9	4,2	4 569
Jul	935 883	30 626	25,3	674 374	26,4	19,0	27 634	16 252	112,3	2,0	233 875	16,3	4,3	4 434
Ago	935 431	76	26,0	674 023	27,6	19,8	27 551	16 436	112,6	2,0	233 857	16,1	4,3	4 345
Sep	959 120	26 253	27,4	696 660	28,8	20,8	28 436	17 203	123,3	2,1	234 025	17,1	4,5	4 245
Oct	979 276	20 035	27,8	713 145	29,0	21,0	29 674	18 149	132,5	2,2	236 457	17,6	4,6	3 844
Nov	997 610	16 316	27,1	729 232	30,1	21,6	30 111	18 282	131,0	2,2	238 267	12,3	3,3	3 824
Dic	1 023 962	25 147	27,9	750 137	29,8	21,6	31 044	19 474	135,1	2,2	242 781	15,6	4,0	3 230
07 Ene	1 038 791	11 069	27,5	761 073	30,2	21,8	31 055	19 630	132,0	2,2	246 663	13,5	3,5	3 162
Feb	1 049 561	10 052	23,7	767 344	29,4	20,7	32 189	20 925	61,5	1,5	250 028	5,4	1,5	3 090
Mar	1 069 184	15 230	23,3	783 187	29,0	20,5	32 465	21 277	58,9	1,4	253 531	5,1	1,4	3 008
Apr	1 086 019	21 105	23,3	798 348	27,9	19,9	31 998	21 154	56,7	1,3	255 672	7,8	2,1	3 032
May	1 109 401	22 723	24,5	812 942	28,6	20,4	32 672	21 242	55,9	1,3	263 788	10,7	2,8	2 691
Jun	1 136 124	17 806	23,9	832 477	27,9	20,1	33 507	21 494	30,2	0,9	270 140	11,8	3,0	2 932
Jul	P 1 162 971	30 757	23,1	854 155	26,7	19,3	36 006	23 426	30,3	0,9	272 810	11,9	3,0	2 715
Ago	P 1 167 489	4 537	23,6	856 010	27,1	19,5	35 999	23 408	30,7	0,9	275 480	12,9	3,2	2 649

FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

b. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes en España de sociedades no financieras, en tanto que los fondos captados en estas emisiones se canalizan a la empresa matriz como préstamos. Las entidades emisoras de estos instrumentos financieros se clasifican como Otros intermediarios financieros en el Boletín Estadístico y en las Cuentas Financieras de la Economía Española.

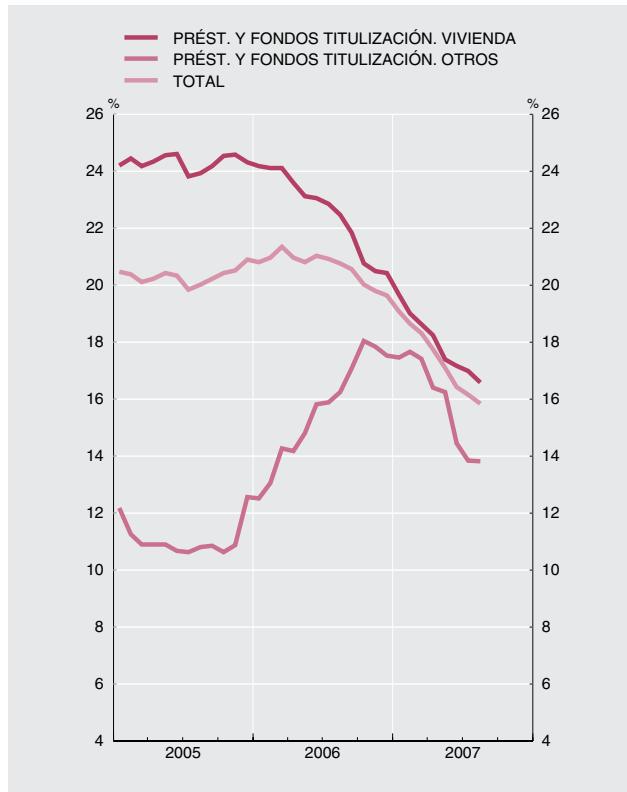
8.7. FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH, RESIDENTES EN ESPAÑA (a)

■ Serie representada gráficamente.

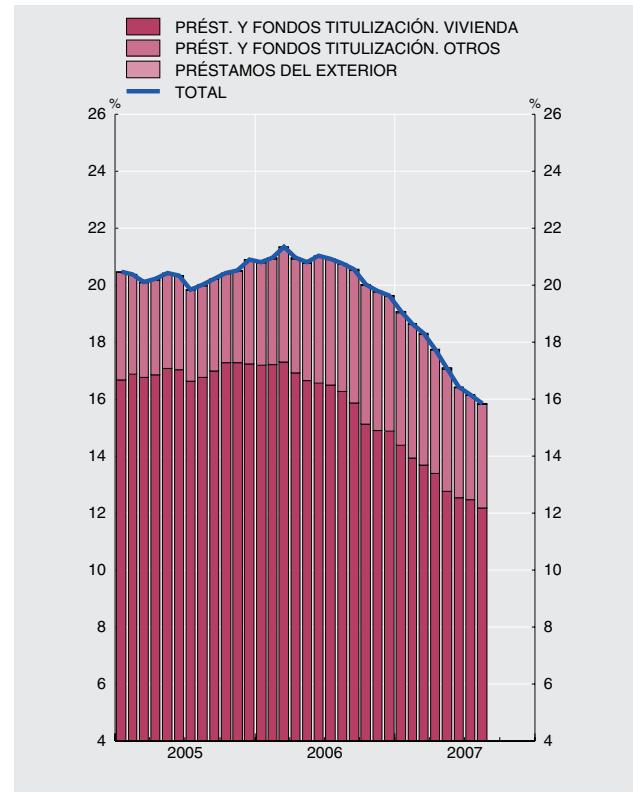
Millones de euros y porcentajes

	Total			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Vivienda			Préstamos de entid. de créd. resid. y préstamos titulizados fuera del balance. Otros			Préstamos del exterior			Proportional: préstamos titulizados fuera del balance	
	Saldo	Flujo efectivo	Tasa interanual	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Saldo	Tasa interanual	Contribución a la tasa del total	Vivienda	Otros
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
04	538 881	90 646	20,2	381 698	23,7	16,3	156 322	12,5	3,9	861	19,3	0,0	47 873	9 802
05	651 071	112 572	20,9	474 499	24,3	17,2	175 571	12,5	3,6	1 002	16,3	0,0	28 527	3 030
06	778 454	127 893	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421
06 May	702 020	11 558	20,8	515 316	23,1	16,6	185 569	14,8	4,1	1 135	23,9	0,0	27 234	2 292
Jun	720 946	18 995	21,0	526 310	23,1	16,5	193 473	15,8	4,4	1 163	25,4	0,0	28 062	2 256
Jul	728 301	7 381	20,9	534 172	22,8	16,5	192 955	15,9	4,4	1 174	24,4	0,0	26 888	2 173
Ago	733 376	5 116	20,8	538 912	22,5	16,3	193 274	16,2	4,5	1 190	24,8	0,0	26 625	2 091
Sep	742 532	9 232	20,6	545 322	21,8	15,9	196 009	17,1	4,6	1 202	24,1	0,0	26 192	2 216
Oct	751 781	9 274	20,0	551 352	20,7	15,1	199 231	18,0	4,9	1 199	23,3	0,0	25 903	3 431
Nov	767 682	15 939	19,8	561 518	20,5	14,9	204 953	17,8	4,8	1 211	23,9	0,0	26 587	3 250
Dic	778 454	10 915	19,6	571 325	20,4	14,9	205 872	17,5	4,7	1 256	25,4	0,0	26 937	3 421
07 Ene	782 874	4 477	19,1	575 791	19,6	14,4	205 814	17,5	4,7	1 269	19,8	0,0	26 423	3 416
Feb	790 612	7 779	18,7	581 809	19,0	13,9	207 527	17,7	4,7	1 276	19,7	0,0	25 735	3 638
Mar	803 729	13 218	18,3	592 049	18,6	13,7	210 362	17,4	4,6	1 318	22,6	0,0	25 708	3 196
Abr	812 355	8 727	17,8	598 772	18,2	13,4	212 254	16,4	4,3	1 329	19,1	0,0	26 108	3 333
May	821 252	8 908	17,1	604 835	17,4	12,8	215 069	16,2	4,3	1 348	18,7	0,0	25 294	5 101
Jun	838 607	17 491	16,4	616 513	17,2	12,5	220 773	14,4	3,9	1 322	13,6	0,0	27 819	5 143
Jul	P 845 154	6 580	16,2	624 803	17,0	12,5	219 013	13,8	3,7	1 338	14,0	0,0	27 572	5 157
Ago	P 848 738	3 626	15,8	628 069	16,6	12,2	219 314	13,8	3,6	1 355	13,9	0,0	28 129	5 023

FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN A LOS HOGARES E ISFLSH Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

Nota general: Los cuadros 8.2 a 8.7 se han revisado en septiembre de 2000, para incorporar los criterios de las cuentas financieras elaboradas en el marco del SEC95 (véase el recuadro que aparece en el artículo "Evolución reciente de la economía española" en el Boletín Económico de septiembre de 2000).

a. Las tasas de variación interanual se calculan como: flujo efectivo del período / saldo al principio del período.

8.8. FINANCIACIÓN NETA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS, RESIDENTES EN ESPAÑA

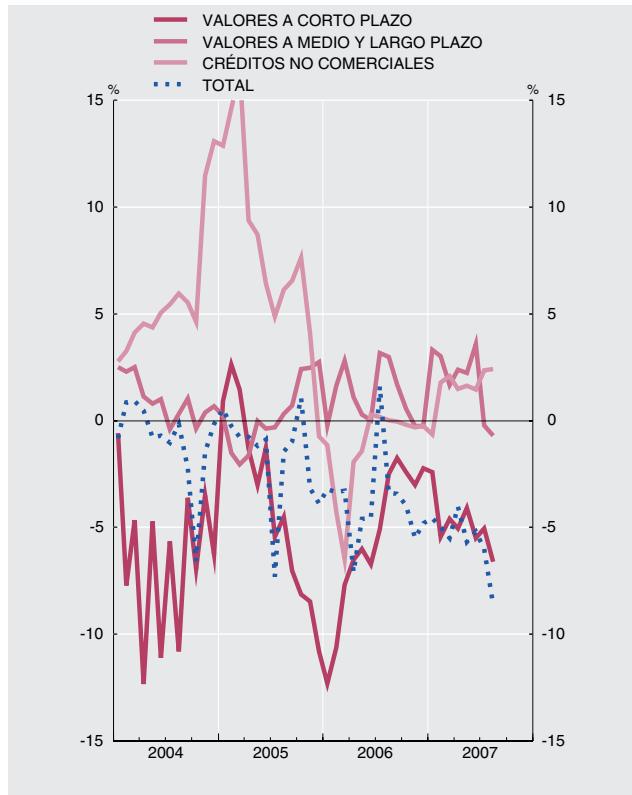
■ Serie representada gráficamente.

Millones de euros y porcentajes

	Financiación neta			Variación mensual de los saldos						T 1/12 de los saldos				Contribución a T 1/12 total				
				Pasivos (a)			Activos			Pasivos			Pasivos			Activos		
	Saldo neto de pasivos	Variación mensual (col. 4-8-9)	T 1/12 de col. 1	Total	Valores	Créditos no comerciales y resto (b)	Depósitos en el Banco de España	Resto de depósitos (c)	Total	Valores	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos	Valores	Créditos no comerciales y resto (a)	Activos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
03	321 117	2 030	0,6	-567	3 047	-4 738	1 124	1 767	-4 363	-0,1	8,3	-1,6	1,9	-3,9	1,0	-1,5	0,4	0,8
04	320 574	-543	-0,2	7 148	-2 491	1 947	7 693	-1 817	9 508	1,9	-6,2	0,7	13,1	12,1	-0,8	0,6	2,4	-2,4
05	P 308 136	-12 438	-3,9	3 337	-4 042	7 866	-487	-695	16 470	0,9	-10,8	2,7	-0,7	22,2	-1,3	2,5	-0,2	-4,9
06	P 293 351	-14 784	-4,8	-1 703	-744	-786	-173	1 780	11 301	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2
06 Mar	P 309 701	3 037	-3,3	4 640	2 204	2 296	141	172	1 430	0,1	-7,7	2,8	-6,5	14,7	-0,9	2,5	-1,4	-3,4
Abr	P 285 398	-24 303	-7,1	-4 675	-2 665	-2 226	216	10 249	9 378	-0,1	-6,5	1,1	-1,9	25,4	-0,7	1,0	-0,4	-7,0
May	P 296 169	10 771	-4,6	2 207	2 038	480	-311	-3 084	-5 480	-0,6	-6,0	0,3	-1,4	14,1	-0,7	0,3	-0,3	-3,9
Jun	P 303 352	7 183	-4,6	-568	-2 278	1 643	67	-314	-7 437	-0,5	-6,7	0,0	0,3	16,3	-0,7	0,0	0,1	-3,9
Jul	P 300 034	-3 318	1,6	2 466	1 846	703	-82	-5 223	11 007	1,9	-5,1	3,2	0,2	2,9	-0,6	3,1	0,0	-0,9
Ago	P 300 318	284	-3,4	-2 073	-1 368	-596	-109	-121	-2 237	2,0	-2,5	3,0	0,0	24,5	-0,3	2,8	0,0	-5,9
Sep	P 297 994	-2 324	-3,4	3 372	1 974	1 471	-73	-101	5 797	1,1	-1,8	1,7	-0,0	17,8	-0,2	1,6	-0,0	-4,8
Oct	P 283 002	-14 992	-4,0	-5 992	-1 988	-4 174	170	-5 005	0,2	-2,4	0,5	-0,2	13,0	-0,3	0,5	-0,0	-4,2	
Nov	P 282 050	-952	-5,5	3 914	1 588	1 817	509	-190	5 057	-0,5	-3,0	-0,3	-0,3	14,6	-0,4	-0,3	-0,1	-4,8
Dic	P 293 351	11 302	-4,8	-869	-1 774	639	266	32	-12 203	-0,4	-2,2	-0,3	-0,3	15,0	-0,2	-0,3	-0,1	-4,2
07 Ene	P 298 272	4 920	-4,6	5 901	1 638	4 151	112	926	54	2,1	-2,4	3,3	-0,6	28,8	-0,3	3,1	-0,1	-7,2
Feb	P 291 407	-6 865	-5,0	-151	-3 007	2 607	249	71	6 643	2,1	-5,4	3,0	1,8	27,8	-0,6	2,9	0,4	-7,6
Mar	P 292 700	1 294	-5,5	1 090	2 379	-1 631	342	422	-626	1,2	-4,6	1,7	2,1	25,2	-0,5	1,6	0,4	-7,0
Abr	P 273 919	-18 781	-4,0	-2 982	-2 692	-124	-167	13 375	2 424	1,6	-5,0	2,4	1,5	16,9	-0,6	2,4	0,3	-6,2
May	A 279 307	5 389	-5,7	2 087	2 267	35	-215	131	-3 433	1,6	-4,1	2,2	1,6	23,8	-0,5	2,2	0,4	-7,8
Jun	A 287 541	8 234	-5,2	2 954	-2 643	5 644	-47	-4 295	-985	2,5	-5,5	3,6	1,5	28,6	-0,6	3,5	0,3	-8,4
Jul	A 282 011	-5 530	-6,0	-8 073	1 899	-10 458	486	-2 178	-365	-0,2	-5,1	-0,2	2,3	18,1	-0,6	-0,2	0,5	-5,7
Ago	A 274 469	-7 542	-8,6	-3 912	-1 808	-2 043	-61	-158	3 788	-0,7	-6,6	-0,7	2,4	25,0	-0,7	0,5	-7,7	

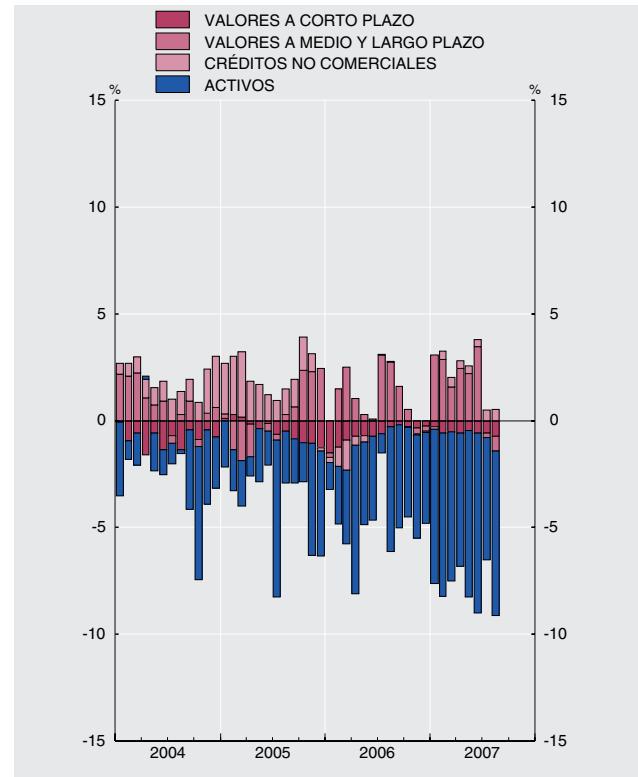
FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Tasas de variación interanual



FINANCIACIÓN NETA A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

Contribuciones a la tasa de variación interanual



FUENTE: BE.

a.Consolidados: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

b.Incluye emisión de moneda y Caja General de Depósitos.

c.Excluidas las cuentas de recaudación.

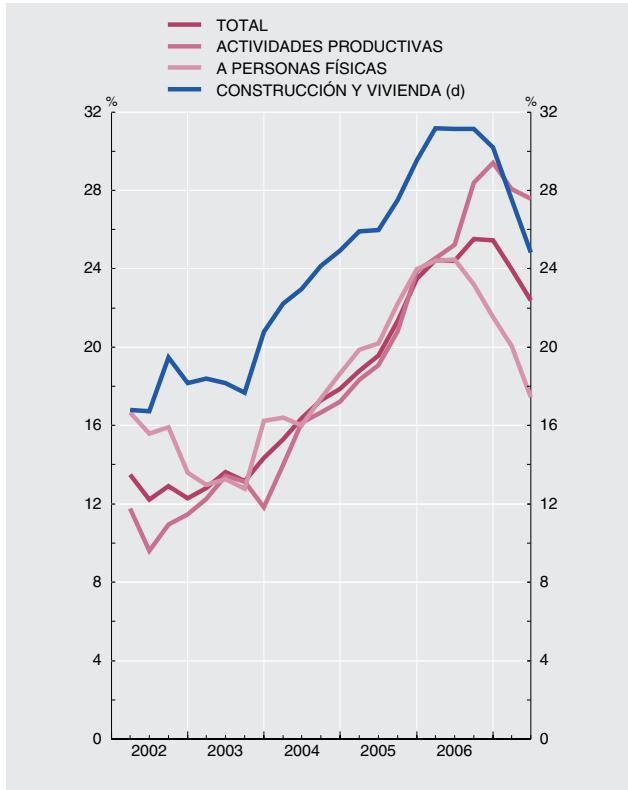
8.9. CRÉDITO DE ENTIDADES DE CRÉDITO A OTROS SECTORES RESIDENTES. DETALLE POR FINALIDADES

■ Serie representada gráficamente.

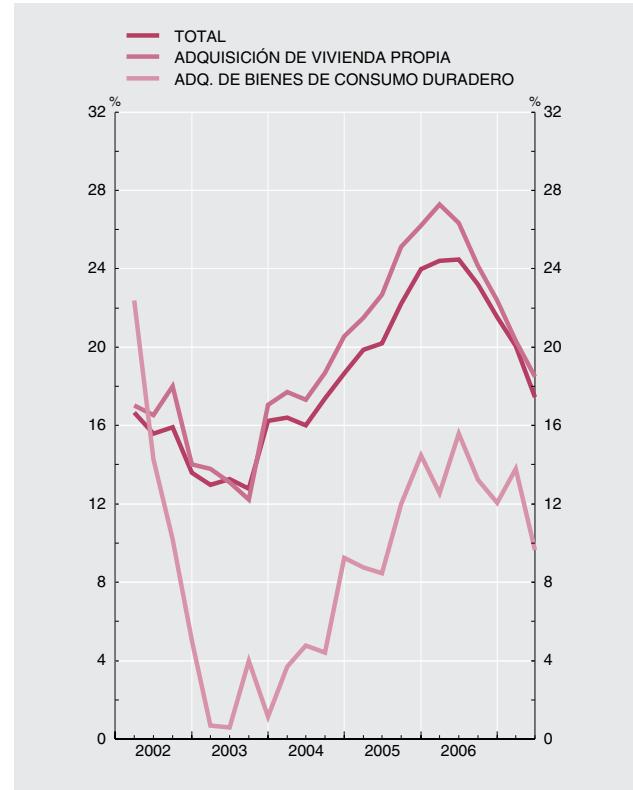
Millones de euros y porcentajes

	Total (a)	Financiación de actividades productivas						Otras finan. a personas físicas por func. de gasto						Finan- ciamiento a institu- ciones privadas sin fines de lucro	Sin clasi- ficar	Pro me- moria: construc- ción y vivienda (d)
		Total	Agricul- tura, ganade- ría y pesca	Industria (excepto construc- ción)	Construc- ción	Servicios		Total	Adquisición y rehabil. de vivienda propia	Bienes de consumo duradero	Resto					
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
04	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363	
05	R1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819	
06	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756	
03 /	722 204	375 901	15 138	86 559	56 975	217 229	60 178	331 747	244 498	233 729	34 910	52 339	2 285	12 271	361 650	
//	754 872	389 249	15 712	87 015	59 431	227 091	65 837	349 500	256 010	244 414	35 676	57 814	2 512	13 608	381 278	
///	770 523	398 206	16 462	87 240	61 902	232 601	70 782	357 146	264 453	252 316	36 468	56 225	2 651	12 520	397 137	
IV	802 212	411 986	16 402	85 829	65 784	243 972	77 980	372 013	275 958	263 192	35 136	60 919	3 002	15 212	419 722	
04 /	832 734	428 517	16 973	85 326	68 171	258 047	85 136	386 179	288 736	275 107	36 201	61 242	3 108	14 930	442 044	
//	878 477	452 030	17 102	86 636	72 362	275 930	94 970	405 486	301 537	286 744	37 374	66 575	3 183	17 777	468 869	
///	903 590	464 578	17 655	88 360	75 494	283 069	102 455	419 230	315 021	299 447	38 075	66 134	3 426	16 355	492 970	
IV	945 697	482 984	18 104	90 487	78 372	296 020	112 165	441 443	333 826	317 268	38 379	69 238	3 677	17 594	524 363	
05 /	989 196	507 089	18 188	93 815	83 421	311 665	121 444	462 910	351 757	334 224	39 375	71 778	3 548	15 649	556 622	
//	R1 085 320	544 048	19 501	99 393	89 806	335 349	135 483	516 384	394 989	375 523	42 531	78 864	4 200	20 687	620 277	
///	1 131 240	567 022	20 182	101 716	94 411	350 714	144 811	541 346	419 032	398 498	44 644	77 670	4 355	18 518	658 253	
IV	1 202 628	604 061	20 738	104 695	100 761	377 867	162 087	576 253	445 972	424 238	45 928	84 354	4 666	17 648	708 819	
06 /	1 265 755	637 277	21 213	105 687	106 183	404 195	181 491	604 878	471 966	449 246	46 320	86 592	4 788	18 813	759 639	
//	1 350 191	681 307	21 946	109 856	116 195	433 311	198 998	642 698	498 248	474 404	49 161	95 289	5 109	21 077	813 441	
///	1 419 973	728 058	22 460	115 266	127 420	462 911	216 642	666 972	519 130	494 739	50 552	97 291	5 359	19 584	863 192	
IV	1 508 625	781 644	23 014	119 488	134 317	504 825	244 050	700 294	544 389	519 244	51 461	104 445	5 704	20 983	922 756	
07 /	1 569 169	816 098	23 436	121 148	137 836	533 678	264 653	726 179	566 341	540 541	52 713	107 125	5 743	21 149	968 830	
//	1 652 351	869 174	24 294	132 145	144 552	568 184	282 081	754 726	588 694	562 101	53 898	112 135	5 955	22 4971	015 326	

CRÉDITO POR FINALIDADES Tasas de variación interanual (c)



CRÉDITO POR FINALIDADES A PERSONAS FÍSICAS Tasas de variación interanual (c)



FUENTE: BE.

a. Series de crédito obtenidas a partir de la información contenida en los estados contables establecidos para la supervisión de las entidades residentes. Véanse las novedades del 'Boletín Estadístico' de octubre de 2001 y los cuadros 4.13, 4.18 y 4.23 del 'Boletín Estadístico' que se difunden en www.bde.es.

b. Recoge los préstamos y créditos a hogares para la adquisición de terrenos y fincas rústicas, la adquisición de valores, la adquisición de bienes y servicios corrientes no considerados de consumo duradero (por ejemplo, préstamos para financiar gastos de viaje) y los destinados a finalidades diversas no incluidos entre los anteriores.

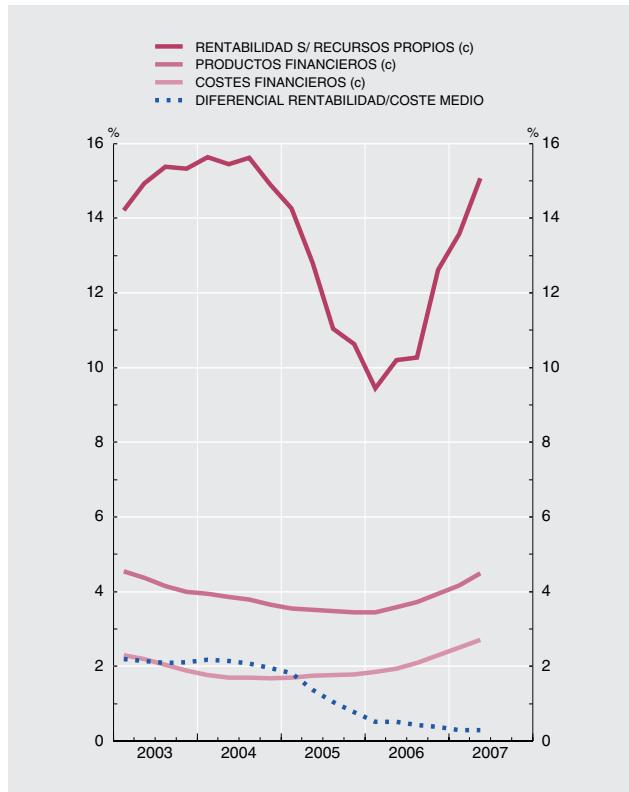
c. Los activos titulizados que han vuelto al balance como consecuencia de la entrada en vigor de la CBE 4/2004, han introducido una ruptura en las series en junio de 2005. Las tasas representadas en el gráfico se han ajustado para eliminar este efecto. d. Comprende: construcción, actividades inmobiliarias y adquisición y rehabilitación de viviendas.

8.10. CUENTA DE RESULTADOS DE BANCOS, CAJAS DE AHORROS Y COOPERATIVAS DE CRÉDITO, RESIDENTES EN ESPAÑA

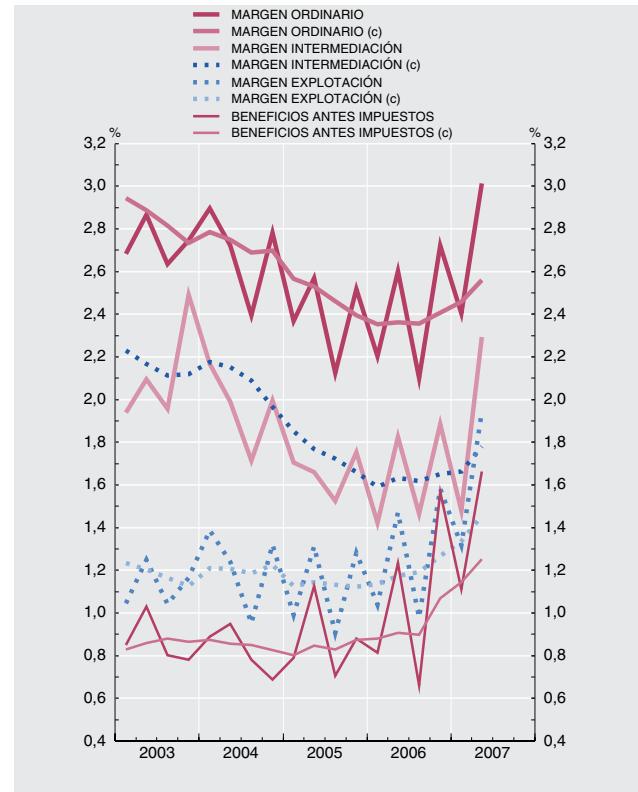
■ Serie representada gráficamente.

		En porcentaje sobre el balance medio ajustado												En porcentaje		
		Productos financieros	Costes	Margin de intermediación	Otros ptos. y gastos ordinarios	Margin ordinario	Gastos de explotación:	Del cual	Margin de explotación	Resto de productos y costes	Beneficios antes de impuestos	Rentabilidad s/ recursos propios (a)	Rentabilidad media de operaciones activas (b)	Coste medio de operaciones pasivas (b)	Diferencia (12-13)	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
04		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-1,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9	
05	R	3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,8	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8	
06		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	-0,4	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4	
04 //		3,7	1,7	2,0	0,7	2,7	1,5	0,9	1,2	-0,3	0,9	17,2	4,1	1,9	2,1	
///		3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,9	1,0	-0,2	0,8	14,8	4,0	1,9	2,1	
/V		3,7	1,7	2,0	0,8	2,8	1,5	0,9	1,3	-0,6	0,7	11,6	3,9	1,9	1,9	
05 /	R	3,4	1,7	1,7	0,7	2,4	1,4	0,8	1,0	-0,2	0,8	13,5	3,8	1,9	1,8	
//		3,5	1,8	1,7	0,9	2,6	1,3	0,8	1,3	-0,2	1,1	11,4	3,3	2,0	1,4	
///		3,3	1,8	1,5	0,6	2,1	1,2	0,8	0,9	-0,2	0,7	7,7	3,0	2,0	1,0	
/V		3,6	1,8	1,8	0,8	2,5	1,2	0,8	1,3	-0,2	0,9	10,0	2,8	2,0	0,8	
06 /		3,4	2,0	1,4	0,8	2,2	1,2	0,7	1,0	-0,2	0,8	8,7	2,6	2,1	0,5	
//		4,0	2,2	1,8	0,8	2,6	1,1	0,7	1,5	-0,2	1,2	14,4	2,7	2,2	0,5	
///		3,9	2,4	1,5	0,6	2,1	1,1	0,7	1,0	-0,3	0,7	8,0	2,8	2,3	0,4	
/V		4,5	2,6	1,9	0,8	2,7	1,1	0,7	1,6	0,3	1,6	19,4	2,9	2,5	0,4	
07 /		4,3	2,8	1,5	0,9	2,4	1,1	0,7	1,3	-0,2	1,1	12,5	3,1	2,8	0,3	
//		5,3	3,0	2,3	0,7	3,0	1,1	0,7	1,9	-0,3	1,7	20,4	3,3	3,0	0,3	

CUENTA DE RESULTADOS Ratios sobre balance ajustado medio y rentabilidades



CUENTA DE RESULTADOS Ratios sobre balance ajustado medio



FUENTE: BE.

Nota: Las series de base de este indicador figuran en el Boletín Estadístico del Banco de España, cuadro 4.36.

a. Beneficio antes de impuestos dividido por recursos propios (capital, reservas, fondo para riesgos generales menos pérdidas de ejercicios anteriores y activos inmateriales).

b. Para calcular la rentabilidad y el coste medio, sólo se han considerado los activos y pasivos financieros que originan productos y costes financieros, respectivamente.

c. Media de los cuatro últimos trimestres.

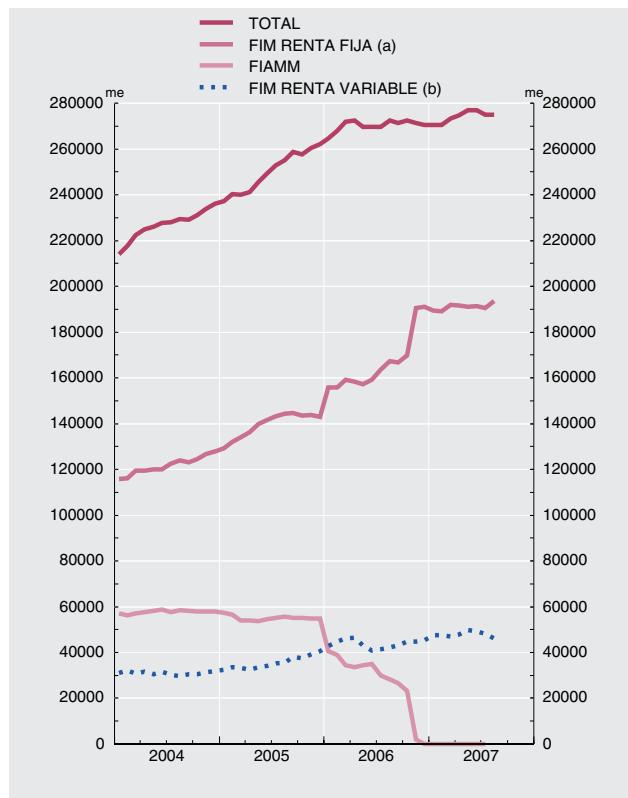
8.11. FONDOS DE INVERSIÓN EN VALORES MOBILIARIOS, RESIDENTES EN ESPAÑA: DETALLE POR VOCACIÓN

■ Serie representada gráficamente.

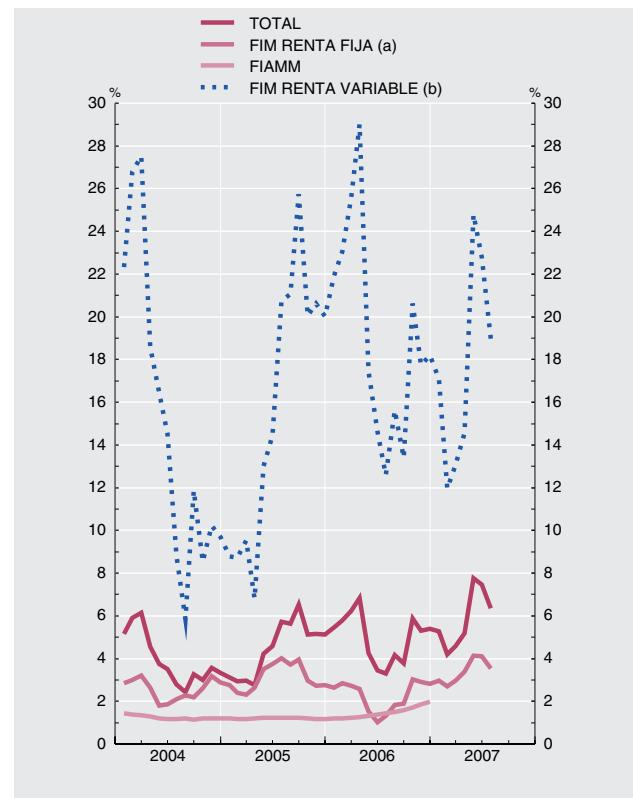
Millones de euros y porcentajes

	Total				FIAMM				FIM renta fija (a)				FIM renta variable (b)				Otros fondos (c)	
	Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual		Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual		Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual		Patrimonio	Varia- ción mensual	De la cual			
			Renta- bilidad últimos 12 meses	Sus- crip- ción neta			Renta- bilidad últimos 12 meses	Sus- crip- ción neta			Renta- bilidad últimos 12 meses	Sus- crip- ción neta			Renta- bilidad últimos 12 meses	Sus- crip- ción neta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	
04	236 088	25 461	18 250	3,3	57 989	-66	-744	1,2	127 735	11 917	10 445	2,9	32 023	2 622	480	9,7	18 341	
05	262 201	26 113	14 270	5,1	54 751	-3 237	-3 881	1,2	143 047	15 312	12 061	2,8	40 672	8 649	2 303	20,0	23 730	
06	270 407	8 206-10 861	5,4	106	-54 645-55 113	2,0	191 002	47 954	39 212	2,8	45 365	4 693	-2 189	18,2	33 934			
06 Abr	272 560	795	197	6,8	33 513	-842	-890	1,3	158 228	-1 075	-1 505	2,6	46 507	352	274	29,0	34 312	
May	269 710	-2 850	307	4,2	34 423	910	869	1,3	157 089	-1 139	-492	1,5	42 938	-3 570	-1 602	17,4	35 261	
Jun	269 778	68	-360	3,5	34 899	476	427	1,4	159 209	2 120	1 945	1,0	40 727	-2 211	-2 223	14,6	34 943	
Jul	269 647	-131	-1 722	3,3	30 010	-4 889	-4 939	1,4	163 570	4 362	3 662	1,3	41 501	774	99	12,6	34 566	
Ago	272 323	2 676	-1 173	4,2	28 196	-1 814	-1 863	1,5	167 363	3 792	972	1,8	42 273	772	-118	15,6	34 491	
Sep	271 361	-962	-3 298	3,8	26 628	-1 568	-1 616	1,6	166 752	-611	-169	1,9	43 016	743	-520	13,4	34 966	
Oct	272 448	1 087	-1 801	5,9	23 336	-3 291	-3 337	1,7	169 680	2 928	2 016	3,0	44 690	1 673	124	20,6	34 742	
Nov	271 467	-981	-1 292	5,3	2 059	-21 277	-21 281	1,9	190 536	20 856	20 667	2,9	44 885	195	66	17,7	33 988	
Dic	270 407	-1 060	-3 100	5,4	106	-1 953	-1 953	2,0	191 002	466	314	2,8	45 365	480	-723	18,2	33 934	
07 Ene	270 607	200	-1 500	5,3	-	-106	-106	...	189 293	-1 708	-2 277	3,0	47 473	2 108	1 088	17,1	33 841	
Feb	270 597	-11	730	4,2	-	-	-	...	189 012	-281	-354	2,7	47 433	-40	721	12,0	34 151	
Mar	273 422	2 825	898	4,6	-	-	-	...	191 896	2 883	2 302	3,0	47 088	-345	-1 194	13,1	34 438	
Abr	274 562	1 140	-591	5,2	-	-	-	...	191 508	-387	-582	3,4	47 907	819	31	14,6	35 147	
May	276 925	2 362	-575	7,8	-	-	-	...	191 131	-378	-819	4,1	49 730	1 824	-23	24,8	36 063	
Jun	277 006	81	727	7,5	-	-	-	...	191 436	305	682	4,1	49 234	-496	-60	22,8	36 335	
Jul	P 275 034	-1 971	-1 101	6,3	-	-	-	...	190 493	-943	-950	3,5	48 196	-1 038	-190	19,0	36 346	

PATRIMONIO



RENTABILIDAD ÚLTIMOS DOCE MESES



FUENTES: CNMV e Inverco.

a. Incluye FIM renta fija a corto y largo en euros e internacional, renta fija mixta en euros e internacional y fondos garantizados.

b. Incluye FIM renta variable y variable mixta en euros, nacional e internacional.

c. Fondos globales.

8.12. ÍNDICES DE COTIZACIÓN DE ACCIONES Y CONTRATACIÓN DE MERCADOS. ESPAÑA Y ZONA DEL EURO

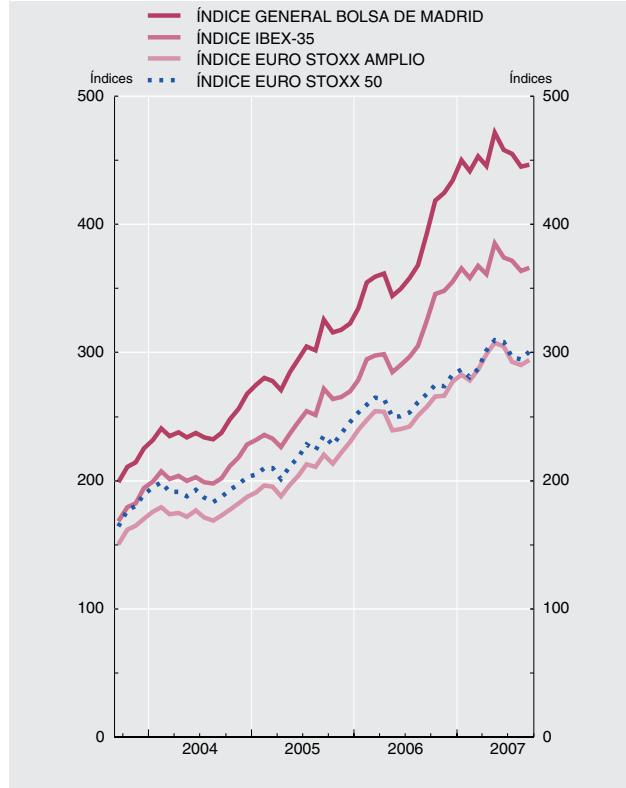
■ Serie representada gráficamente.

Índices, millones de euros y miles de contratos

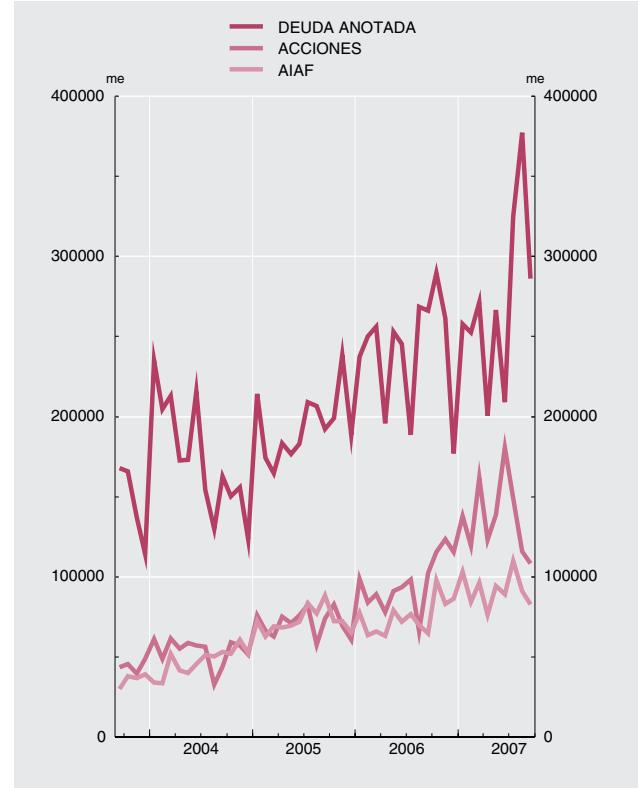
	Índices de cotización de acciones						Contratación de mercados (imports en millones de euros)						
	General de la Bolsa de Madrid	IBEX-35	Índice europeo Dow Jones EURO STOXX		Mercado bursátil		Deuda pública anotada	AIAF renta fija	Opciones (Miles de contratos)		Futuros (Miles de contratos)		
			Amplio	50	Acciones	Renta fija			Renta fija	Renta variable	Renta fija	Renta variable	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
05	1 066,43	9 903,47	295,18	3 222,05	853 971	93 191	2 330 021	872 299	-	11 356	-	5 050	
06	1 344,36	12 346,51	361,00	3 830,10	1 155 682	93 449	2 888 728	900 202	-	12 977	-	6 569	
07	A 1 619,34	14 660,26	418,19	4 316,16	1 234 719	66 852	2 446 123	827 138	-	9 618	-	6 715	
06	Jun	1 252,61	11 548,10	342,65	3 648,92	93 550	8 216	245 355	72 002	...	1 174	...	586
	Jul	1 283,05	11 818,00	346,10	3 691,87	98 318	10 674	188 658	76 778	...	704	...	497
	Ago	1 319,76	12 144,70	357,92	3 808,70	65 891	7 157	268 624	69 876	...	556	...	488
	Sep	1 409,08	12 934,70	367,92	3 899,41	102 479	6 814	266 185	64 676	...	898	...	595
	Oct	1 500,12	13 753,00	379,26	4 004,80	115 556	8 785	289 772	97 968	...	1 359	...	609
	Nov	1 521,28	13 849,30	379,98	3 987,23	123 561	6 551	261 362	83 252	...	1 092	...	632
	Dic	1 554,93	14 146,50	395,63	4 119,94	115 451	5 616	176 997	86 306	...	1 255	...	561
07	Ene	1 612,11	14 553,20	403,74	4 178,54	137 777	6 527	257 796	102 927	...	810	...	647
	Feb	1 581,73	14 248,40	397,25	4 087,12	119 325	6 155	252 674	84 385	...	985	...	639
	Mar	1 622,49	14 641,70	408,97	4 181,03	161 924	9 882	271 139	96 198	...	1 470	...	833
	Abr	1 595,92	14 374,60	426,32	4 392,34	123 156	6 930	200 727	76 317	...	888	...	733
	May	1 690,28	15 329,40	439,24	4 512,65	138 715	8 206	266 433	94 244	...	854	...	731
	Jun	1 640,40	14 892,00	434,76	4 489,77	180 794	7 209	209 163	89 256	...	1 441	...	842
	Jul	1 630,91	14 802,40	418,05	4 315,69	148 942	8 404	324 836	110 001	...	750	...	772
	Ago	1 595,04	14 479,80	414,30	4 294,56	115 739	7 388	377 247	91 052	...	1 086	...	777
	Sep	P 1 600,90	14 576,50	419,92	4 381,71	108 347	6 150	286 110	82 760	...	1 334	...	740

ÍNDICE DE COTIZACIÓN DE ACCIONES

Base enero de 1994 = 100



CONTRATACIÓN DE MERCADOS



FUENTES: Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia (columnas 1, 2, 5 y 6); Reuters (columnas 3 y 4); AIAF (columna 8) y Mercado español de futuros financieros (MEFFSA) (columnas 9 a 12)

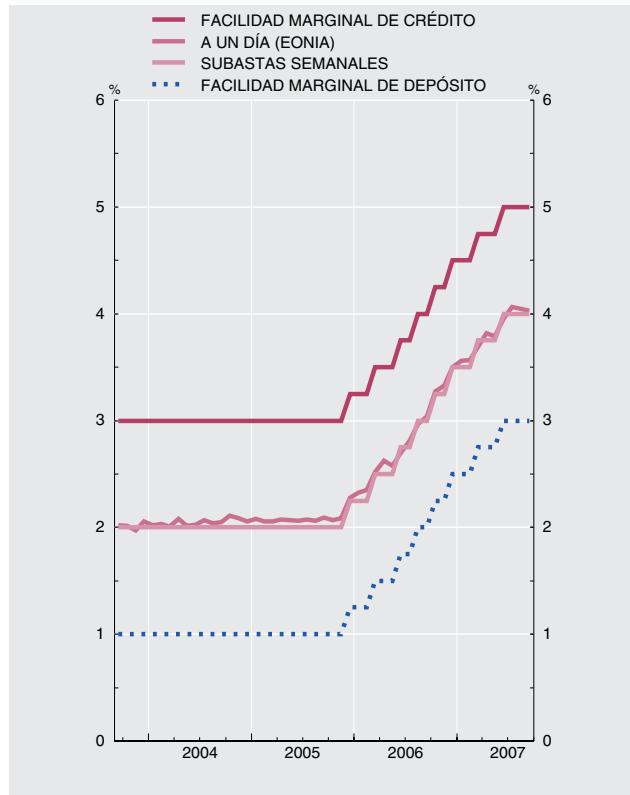
9.1. TIPOS DE INTERÉS. EUROSISTEMA Y MERCADO DE DINERO. ZONA DEL EURO Y SEGMENTO ESPAÑOL

■ Serie representada gráficamente.

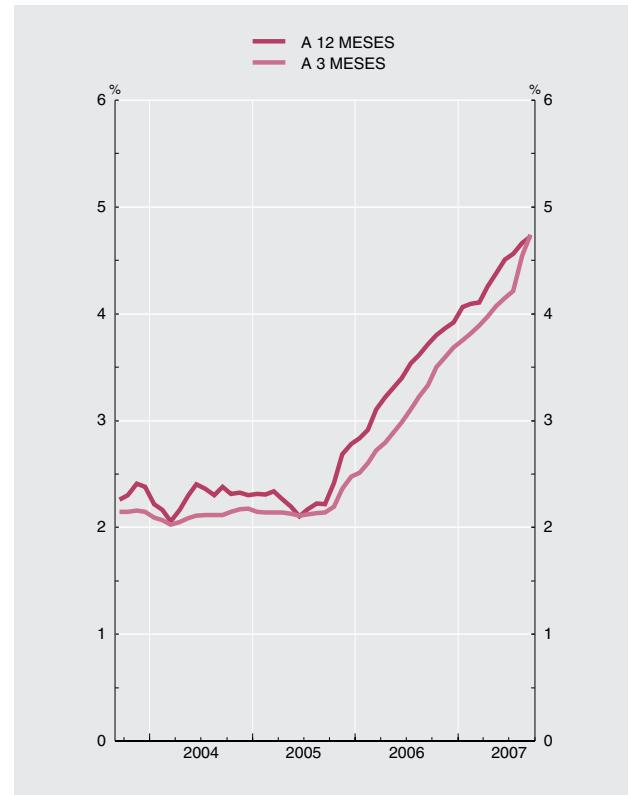
Medias de datos diarios. Porcentajes

Eurosistema: operaciones de regulación monetaria			Mercado interbancario															
Operaciones principales de financiación: subastas semanales	Operaciones de financiación a largo plazo: subastas mensuales	Facilidades permanentes	Zona del euro: depósitos (EURIBOR) (a)						España									
			De crédito	De depósito	Día a día (EONIA)	A un mes	A tres meses	A seis meses	A un año	Depósitos no transferibles				Operaciones temporales con deuda pública				
										Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	Día a día	A un mes	A tres meses	A un año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17		
05	2,25	2,45	3,25	1,25	2,088	2,14	2,19	2,24	2,33	2,09	2,13	2,18	2,34	2,04	2,05	2,07	2,23	
06	3,50	3,66	4,50	2,50	2,839	2,94	3,08	3,24	3,44	2,83	2,93	3,08	3,44	2,75	2,82	2,93	3,28	
07	-	4,50	5,00	3,00	3,838	3,98	4,13	4,24	4,37	3,83	3,97	4,12	4,37	3,75	3,81	3,88	4,16	
06	Jun	2,75	3,00	3,75	1,75	2,698	2,87	2,99	3,16	3,40	2,69	2,85	2,98	3,43	2,61	2,76	2,84	-
	<i>Jul</i>	2,75	3,08	3,75	1,75	2,814	2,94	3,10	3,29	3,54	2,81	2,92	3,09	3,53	2,74	2,82	2,95	-
	<i>Ago</i>	3,00	3,20	4,00	2,00	2,968	3,09	3,23	3,41	3,62	2,96	3,08	3,22	3,61	2,85	2,99	3,07	-
	<i>Sep</i>	3,00	3,30	4,00	2,00	3,041	3,16	3,34	3,53	3,72	3,03	3,14	3,33	3,70	2,96	3,03	3,18	3,55
	<i>Oct</i>	3,25	3,48	4,25	2,25	3,276	3,35	3,50	3,65	3,80	3,26	3,34	3,51	3,79	3,18	3,23	3,34	3,66
	<i>Nov</i>	3,25	3,58	4,25	2,25	3,328	3,42	3,60	3,73	3,86	3,32	3,41	3,59	3,85	3,25	3,31	3,43	3,69
	<i>Dic</i>	3,50	3,66	4,50	2,50	3,501	3,64	3,68	3,79	3,92	3,48	3,63	3,69	3,92	3,34	3,49	3,52	3,80
07	Ene	3,50	-	4,50	2,50	3,563	3,62	3,75	3,89	4,06	3,55	3,60	3,75	4,05	3,51	3,50	3,61	3,95
	<i>Feb</i>	3,50	3,72	4,50	2,50	3,570	3,65	3,82	3,94	4,09	3,55	3,62	3,81	4,09	3,50	3,54	3,67	3,93
	<i>Mar</i>	3,75	3,87	4,75	2,75	3,691	3,84	3,89	4,00	4,11	3,70	3,83	3,89	4,12	3,64	3,73	3,75	-
	<i>Abr</i>	3,75	3,96	4,75	2,75	3,819	3,86	3,98	4,10	4,25	3,80	3,85	3,97	4,25	3,71	3,75	3,84	-
	<i>May</i>	3,75	4,06	4,75	2,75	3,790	3,92	4,07	4,20	4,37	3,79	3,90	4,07	4,39	3,73	3,81	3,94	-
	<i>Jun</i>	4,00	4,11	5,00	3,00	3,956	4,10	4,15	4,28	4,51	3,95	4,08	4,14	4,48	3,88	3,99	4,01	-
	<i>Jul</i>	4,00	4,20	5,00	3,00	4,063	4,11	4,22	4,36	4,56	4,05	4,10	4,19	4,56	3,96	3,99	4,05	4,36
	<i>Ago</i>	4,00	4,56	5,00	3,00	4,047	4,31	4,54	4,59	4,67	4,03	4,31	4,54	4,64	3,86	3,97	4,06	4,37
	<i>Sep</i>	4,00	4,50	5,00	3,00	4,030	4,43	4,74	4,75	4,73	3,99	4,38	4,72	4,72	3,94	4,00	4,00	-

EUROSISTEMA: OPERACIONES DE REGULACIÓN MONETARIA E INTERBANCARIO DÍA A DÍA DE LA ZONA DEL EURO



MERCADO INTERBANCARIO: ZONA DEL EURO A TRES MESES Y A UN AÑO



FUENTE: BCE (columnas 1 a 8).

a. Hasta diciembre de 1998, se han calculado ponderando los tipos de interés nacionales por el PIB.

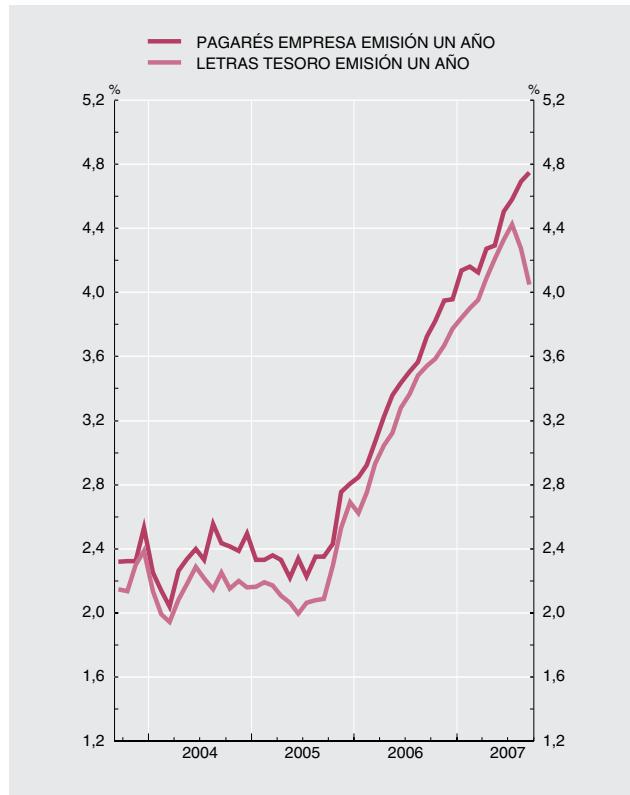
9.2. TIPOS DE INTERÉS. MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES A CORTO Y A LARGO PLAZO

■ Serie representada gráficamente.

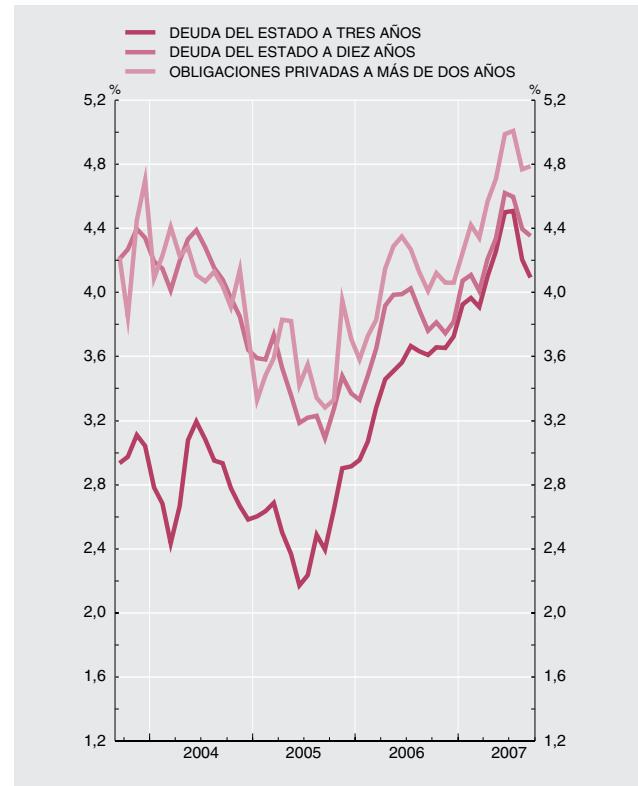
Porcentajes

	Valores a corto plazo				Valores a largo plazo								Obligaciones privadas negociadas en AIAF. Vencimiento a más de dos años	
	Letras del Tesoro a un año		Pagarés de empresa a un año		Deuda del Estado									
	Emisión: tipo marginal	Mercado secundario. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta	Emisión	Mercado secundario. Operaciones simples al contado	Emisión: tipo marginal				Mercado secundario. Deuda anotada. Operaciones simples al contado entre titulares de cuenta					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
05		2,20	2,19	2,40	2,36	2,38	2,89	3,44	3,70	3,84	2,55	3,39	3,55	
06		3,27	3,26	3,45	3,44	3,36	3,57	3,76	-	4,04	3,48	3,79	4,05	
07	A	4,12	4,09	4,39	4,40	3,95	4,16	4,24	-	4,49	4,16	4,30	4,65	
06	Jun	3,28	3,25	3,43	3,33	-	3,69	-	-	-	3,56	3,99	4,35	
	Jul	3,37	3,34	3,50	3,55	3,68	-	3,99	-	-	3,66	4,02	4,27	
	Ago	3,48	3,43	3,57	3,59	-	-	-	-	-	3,63	3,89	4,13	
	Sep	3,54	3,43	3,73	3,76	-	3,68	-	-	4,03	3,61	3,76	4,01	
	Oct	3,59	3,59	3,82	3,81	-	-	-	-	-	3,66	3,81	4,12	
	Nov	3,67	3,67	3,95	3,89	-	3,66	-	-	-	3,65	3,75	4,06	
	Dic	3,78	3,75	3,96	3,96	3,65	-	-	-	-	3,73	3,82	4,06	
07	Ene	3,84	3,81	4,14	4,08	-	4,01	4,11	-	-	3,93	4,07	4,25	
	Feb	3,90	3,88	4,16	4,13	3,95	-	-	-	4,25	3,97	4,11	4,42	
	Mar	3,95	3,89	4,12	4,12	-	3,95	3,96	-	-	3,91	4,01	4,34	
	Abr	4,09	4,08	4,27	4,25	-	-	-	-	-	4,10	4,21	4,57	
	May	4,21	4,22	4,29	4,37	-	-	-	-	-	4,26	4,34	4,71	
	Jun	4,33	4,32	4,51	4,51	-	4,49	-	-	-	4,50	4,62	4,99	
	Jul	4,42	4,36	4,58	4,54	-	-	4,65	-	-	4,51	4,60	5,01	
	Ago	4,27	4,18	4,69	4,75	-	-	-	-	-	4,20	4,40	4,77	
	Sep	4,05	4,03	4,75	4,82	-	4,20	-	-	4,70	4,09	4,35	4,79	

MERCADO PRIMARIO



MERCADO SECUNDARIO



FUENTES: Principales emisores (columna 3); AIAF (columnas 4 y 12).

9.3. TIPOS DE INTERÉS DE NUEVAS OPERACIONES. ENTIDADES DE CRÉDITO. (CBE 4/2002)

■ Serie representada gráficamente.

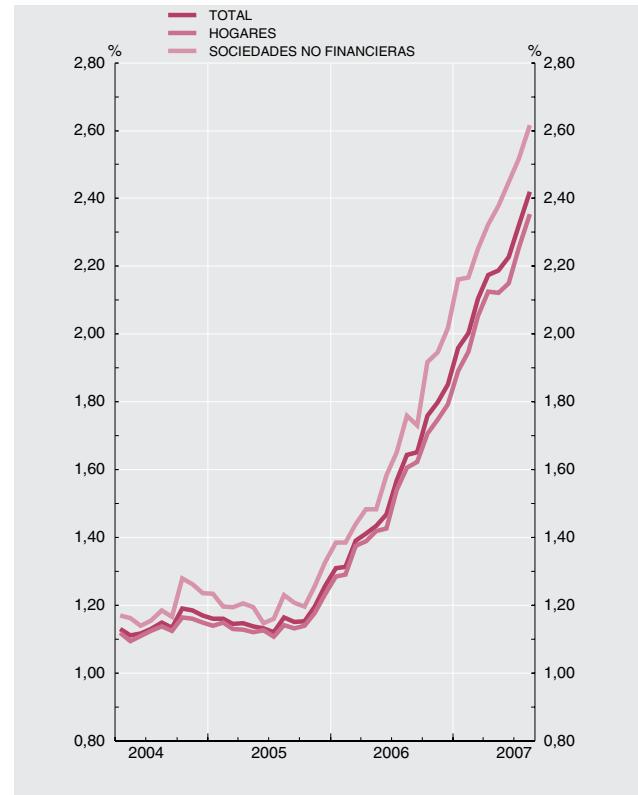
Porcentajes

Tipo sintético (c)	Préstamos y créditos (TAE) (a)							Depósitos (TEDR) (a)										
	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras			Tipo sintético (c)	Hogares e ISFLSH			Sociedades no financieras							
	Tipo sintético	Vivienda	Consumo y otros fines	Tipo sintético	Hasta 1 millón de euros	Más 1 millón euros (b)		Tipo sintético	A la vista y preaviso	Depósitos a plazo	Cesiones temporales	Tipo sintético	A la vista	Depósitos a plazo	Cesiones temporales			
05	3,93	4,24	3,46	6,27	3,59	4,04	3,26	1,26	1,23	0,41	2,27	2,25	1,33	0,82	2,22	2,22		
06	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48		
07	A	5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,35	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99	
06	Ene	4,11	4,46	3,67	6,56	3,72	4,27	3,27	1,31	1,29	0,42	2,34	2,22	1,39	0,88	2,25	2,27	
	Feb	4,14	4,47	3,78	6,30	3,79	4,28	3,37	1,31	1,29	0,44	2,32	2,24	1,39	0,87	2,33	2,27	
	Mar	4,23	4,53	3,84	6,36	3,92	4,35	3,56	1,39	1,38	0,45	2,49	2,49	1,44	0,89	2,46	2,47	
	Abr	4,34	4,69	3,93	6,70	3,97	4,46	3,56	1,41	1,39	0,45	2,51	2,51	1,48	0,91	2,52	2,52	
	May	4,42	4,82	4,10	6,74	4,00	4,54	3,58	1,43	1,42	0,44	2,58	2,45	1,48	0,92	2,51	2,48	
	Jun	4,52	4,91	4,19	6,78	4,11	4,59	3,78	1,47	1,43	0,43	2,63	2,61	1,58	0,95	2,81	2,65	
	Jul	4,61	4,99	4,29	6,87	4,21	4,72	3,87	1,57	1,54	0,45	2,83	2,70	1,65	1,03	2,81	2,78	
	Ago	4,82	5,22	4,41	7,41	4,40	4,86	3,99	1,64	1,61	0,47	2,90	2,85	1,76	1,10	2,88	2,89	
	Sep	4,85	5,30	4,52	7,41	4,38	4,91	4,03	1,65	1,62	0,49	2,93	2,87	1,73	1,07	2,91	2,98	
	Oct	4,98	5,37	4,63	7,37	4,58	5,07	4,22	1,76	1,71	0,51	3,04	3,07	1,92	1,19	3,18	3,19	
	Nov	5,01	5,42	4,71	7,31	4,60	5,15	4,28	1,80	1,75	0,51	3,10	3,15	1,95	1,22	3,22	3,27	
	Dic	5,10	5,43	4,74	7,32	4,77	5,20	4,56	1,85	1,79	0,52	3,20	3,28	2,02	1,27	3,37	3,48	
07	Ene	5,22	5,57	4,85	7,53	4,88	5,38	4,58	1,96	1,89	0,57	3,25	3,39	2,16	1,41	3,46	3,54	
	Feb	5,29	5,62	4,92	7,52	4,97	5,40	4,69	2,00	1,95	0,58	3,32	3,41	2,17	1,43	3,43	3,53	
	Mar	5,38	5,66	4,98	7,51	5,10	5,47	4,87	2,10	2,05	0,60	3,51	3,60	2,25	1,47	3,56	3,70	
	Abr	5,43	5,76	5,05	7,71	5,11	5,53	4,81	2,18	2,13	0,60	3,60	3,62	2,32	1,51	3,66	3,78	
	May	5,48	5,81	5,11	7,74	5,16	5,60	4,89	2,19	2,12	0,61	3,59	3,68	2,38	1,56	3,73	3,78	
	Jun	5,60	5,92	5,20	7,88	5,29	5,69	5,05	2,23	2,15	0,60	3,70	3,81	2,45	1,48	3,99	3,96	
	Jul	5,63	5,98	5,32	7,85	5,30	5,76	5,03	2,32	2,26	0,63	3,82	3,80	2,52	1,56	4,02	4,04	
	Ago	P	5,86	6,19	5,43	8,32	5,53	5,92	5,22	2,42	2,35	0,67	3,91	3,76	2,62	1,65	4,08	3,99

PRÉSTAMOS Y CRÉDITOS TIPOS SINTÉTICOS



DEPÓSITOS TIPOS SINTÉTICOS



FUENTE: BE.

a. TAE: Tasa anual equivalente. TEDR: Tipo efectivo definición restringida, que equivale a TAE sin incluir comisiones.

b. Calculada sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de los mismos.

c. Los tipos sintéticos de los préstamos y de los depósitos se obtienen como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones ponderados por los saldos en euros recogidos en balance para todos los instrumentos de cada uno de los sectores.

9.4. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LA UE 27 Y A LA ZONA DEL EURO

Base 1999 I = 100

	Frente a la Unión Europea (UE 27)										Frente a la zona del euro (a)					
	Total (a)				Componente nominal (b)	Componente precios (c)				Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales totales	Con costes laborales unitarios totales	Con costes laborales unitarios de manufac-	Con valores unitarios de las exportaciones	
	Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones		Con precios industriales	Con precios de consumo	Con costes laborales unitarios totales	Con valores unitarios de las exportaciones							
	(a) 1	(a) 2	3	(a) 4	5	6	7	8	9	(a) 10	(a) 11	12	13	(a) 14		
04	103,1	105,6	104,2	101,4	100,1	102,9	105,5	104,1	101,2	102,9	105,7	105,0	106,9	102,1		
05	104,7	107,0	105,3	102,4	100,1	104,6	106,9	105,2	102,3	104,8	107,1	106,5	110,1	103,5		
06	105,9	108,4	106,5	102,8	100,0	105,9	108,5	106,6	102,9	106,2	108,8	107,9	112,1	104,1		
05 //I	105,0	106,8	105,8	102,1	100,1	104,9	106,8	105,7	102,0	105,2	107,0	107,0	110,4	103,4		
IV	105,3	107,9	105,5	102,5	100,0	105,3	107,9	105,5	102,5	105,6	108,1	106,7	110,7	103,7		
06 /I	106,1	107,8	106,2	102,0	100,1	106,0	107,8	106,1	101,9	106,2	108,0	107,4	113,3	103,3		
II	106,3	109,0	106,4	102,4	100,1	106,2	108,9	106,3	102,3	106,5	109,1	107,6	112,2	103,8		
III	106,0	108,4	106,3	103,6	100,0	106,0	108,4	106,3	103,7	106,2	108,7	107,7	110,9	104,9		
IV	105,4	108,5	107,2	103,3	99,8	105,6	108,8	107,5	103,6	105,8	109,2	109,0	111,8	104,4		
07 /I	105,6	108,1	106,6	103,7	99,7	105,9	108,4	106,9	104,0	106,1	108,8	108,4	110,5	104,7		
II	105,8	109,3	106,9	103,2	99,8	106,0	109,4	107,1	103,4	106,2	109,8	108,7	109,4	104,2		
06 Dic	105,3	108,5	...	103,0	99,7	105,6	108,8	...	103,3	105,8	109,2	...	...	104,1	
07 Ene	105,2	108,1	...	103,2	99,6	105,6	108,6	...	103,7	105,8	109,0	...	...	104,3	
Feb	105,6	107,8	...	104,3	99,7	106,0	108,2	...	104,7	106,2	108,6	...	...	105,1	
Mar	105,9	108,2	...	103,8	99,9	106,0	108,4	...	103,9	106,3	108,8	...	...	104,7	
Abr	105,8	109,2	...	103,7	99,8	106,0	109,3	...	103,8	106,2	109,7	...	...	104,6	
May	105,9	109,3	...	103,0	99,9	106,0	109,4	...	103,1	106,3	109,8	...	...	104,0	
Jun	105,8	109,3	...	103,1	99,8	106,0	109,5	...	103,3	106,3	110,0	...	...	104,1	
Jul	105,6	108,7	...	99,7	105,9	109,0	...	...	106,2	109,4	...	...	...	...
Ago	105,8	108,9	...	...	99,8	106,0	109,0	...	...	106,3	109,4	...	...	...
Sep	...	109,0	...	...	100,0	...	109,0	...	...	...	109,4	...	...	...

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA UNIÓN EUROPEA (UE 27)



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD FRENTE A LA ZONA DEL EURO



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

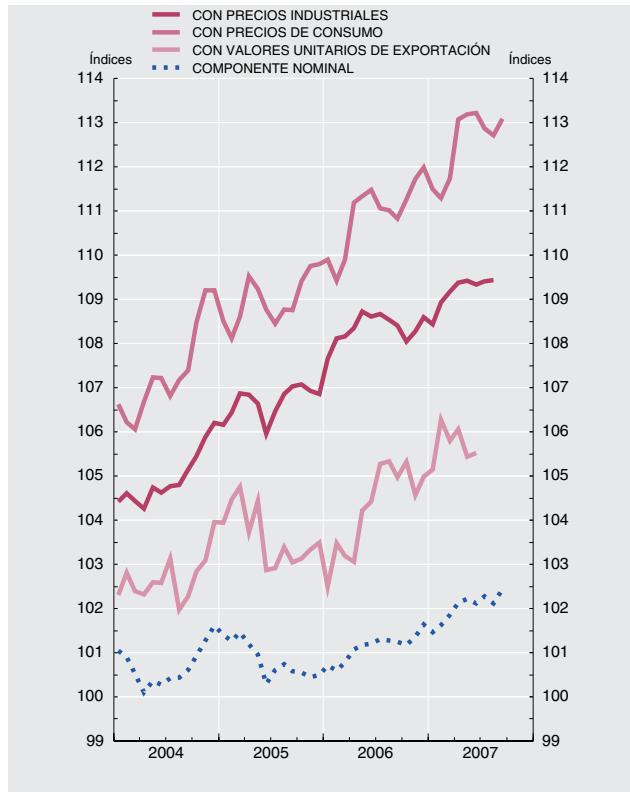
9.5. ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTA A LOS PAÍSES DESARROLLADOS Y A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

■ Serie representada gráficamente.

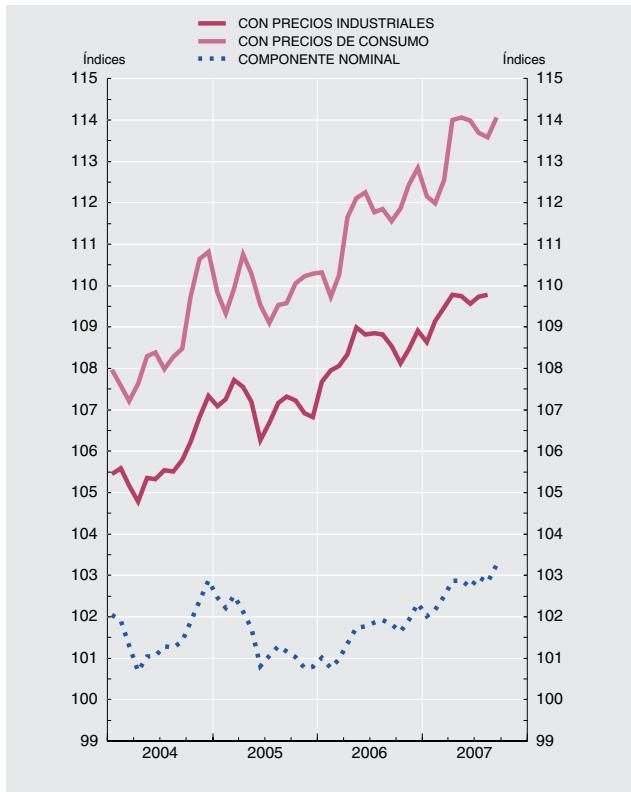
Base 1999 I = 100

	Frente a los países desarrollados										Frente a los países industrializados					
	Total (a)				Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)				Total (a)		Componen- te nominal (b)	Componente precios (c)			
	Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones		Con precios industriales	Con precios consumo	Con costes laborales unitarios de manufac- turas(d)	Con valores unitarios de las exporta- ciones	Con precios industriales	Con precios consumo		Con precios industriales	Con precios consumo		
	1	2	3	4		6	7	8	9	10	11		13	14		
04	104,9	107,4	109,3	102,7	100,7	104,2	106,6	108,5	102,0	105,7	108,6	101,6	104,1	106,9		
05	106,7	109,0	112,1	103,6	100,8	105,8	108,1	111,1	102,8	107,1	109,9	101,5	105,5	108,3		
06	108,3	110,9	114,1	104,3	101,1	107,1	109,7	112,8	103,1	108,5	111,6	101,6	106,8	109,8		
05 III	106,8	108,7	112,1	103,1	100,6	106,1	108,0	111,3	102,5	107,1	109,4	101,2	105,8	108,1		
IV	107,0	109,7	112,1	103,3	100,5	106,4	109,1	111,5	102,8	107,0	110,2	100,9	106,1	109,2		
06 I	108,0	109,8	115,0	103,0	100,7	107,2	109,0	114,1	102,3	107,9	110,1	100,9	106,9	109,1		
II	108,6	111,3	114,3	103,9	101,2	107,3	110,1	113,0	102,7	108,7	112,0	101,6	107,0	110,2		
III	108,5	111,0	113,1	105,2	101,3	107,2	109,6	111,6	103,9	108,7	111,7	101,9	106,8	109,7		
IV	108,3	111,7	114,0	105,0	101,4	106,8	110,1	112,4	103,5	108,5	112,4	102,0	106,4	110,2		
07 I	108,8	111,5	112,9	105,7	101,6	107,1	109,7	111,1	104,0	109,1	112,2	102,2	106,7	109,8		
II	109,4	113,2	112,3	105,7	102,2	107,1	110,8	109,9	103,4	109,7	114,0	102,8	106,7	110,9		
06 Dic	108,6	112,0	...	105,0	101,6	106,8	110,2	...	103,3	108,9	112,8	102,3	106,4	110,3		
07 Ene	108,4	111,5	...	105,1	101,5	106,9	109,9	...	103,6	108,6	112,2	102,0	106,5	109,9		
Feb	108,9	111,3	...	106,3	101,6	107,2	109,5	...	104,6	109,1	112,0	102,2	106,8	109,6		
Mar	109,2	111,7	...	105,8	101,9	107,2	109,7	...	103,9	109,5	112,5	102,5	106,8	109,8		
Apr	109,4	113,1	...	106,1	102,1	107,1	110,7	...	103,8	109,8	114,0	102,9	106,7	110,8		
May	109,4	113,2	...	105,4	102,2	107,1	110,7	...	103,2	109,7	114,1	102,9	106,7	110,9		
Jun	109,3	113,2	...	105,5	102,1	107,1	110,9	...	103,3	109,6	114,0	102,7	106,7	111,0		
Jul	109,4	112,9	...	102,3	107,0	110,4	110,4	...	109,7	113,7	103,0	106,6	110,4			
Ago	109,4	112,7	...	102,1	107,2	110,4	110,4	...	109,8	113,6	102,8	106,7	110,4			
Sep	...	113,1	...	102,4	...	110,4	...	...	114,1	103,3	...	...	110,5			

ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES DESARROLLADOS



ÍNDICES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



FUENTE: BE.

a. Resultado de multiplicar el componente nominal y el componente precios. Su caída refleja mejoras de la competitividad.

b. Media geométrica calculada con el sistema de doble ponderación a partir de las cifras del comercio exterior de manufacturas durante el período 1995-1997 (hasta 1999) y el período 1999-2001 (a partir de 1999)

c. Relación entre el índice de precios o costes de España y el de la agrupación.

d. El índice obtenido a partir de los Costes Laborales de Manufacturas se ha elaborado con datos de la Contabilidad Nacional base 2000.

ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

JUL-AGO 2006	Informe trimestral de la economía española 11 Características de la reciente expansión inmobiliaria en una perspectiva de medio plazo 77 Las medidas de la política de vivienda en materia de alquileres y vivienda protegida 89 Un índice de condiciones monetarias y presupuestarias 99 Divergencias macroeconómicas entre los países de la UEM: magnitud, causas e implicaciones 111 El efecto catalítico del Fondo Monetario Internacional sobre los flujos de capital privado hacia las economías emergentes 127 Las remesas de emigrantes en la Balanza de Pagos española 139 Los establecimientos de cambio de divisas y transferencias al exterior en 2005 167 Regulación financiera: segundo trimestre del año 2006 179
SEP 2006	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2006 29 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 45 Actualización de las estimaciones de la tasa de desempleo estructural de la economía española 55 Cambios estructurales en la productividad del trabajo: Estados Unidos frente a la UE 63 Informe semestral de economía latinoamericana 73 Proximidad, comercio internacional y crecimiento económico 105 El proyecto de integración de los sistemas de pagos minoristas de la UEM 115 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2006 127 Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2005 137
OCT 2006	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 21 La cuota de los productos españoles en los mercados internacionales 89 Competencia y ajustes de precios en España y en el área del euro 101 La Encuesta sobre Préstamos Bancarios: un análisis de tres años de resultados 111 Las remesas de emigrantes y el papel de la banca en la profundización financiera de los países receptores 129 Regulación financiera: tercer trimestre de 2006 143
NOV 2006	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Senado 11 Evolución reciente de la economía española 23 Resultados de las empresas no financieras en 2005 y hasta el tercer trimestre de 2006 41 La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre de 2006, según la Encuesta de Población Activa 63 Características cíclicas de la economía española en el período 1980-2005 75 Evolución reciente y situación actual comparada de la inversión colectiva en España 85 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2006 97 Una valoración de las políticas de innovación europeas 107 Cooperación monetaria y financiera en el este de Asia 125
DIC 2006	Evolución reciente de la economía española 11 Indicadores para el análisis de coyuntura basados en los datos declarados por las grandes empresas a la Agencia Tributaria 29 Un indicador del coste de financiación de las sociedades no financieras españolas 41 Las finanzas públicas de las Comunidades Autónomas: presupuestos y liquidaciones 51 Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2005 63
ENE 2007	Informe trimestral de la economía española 11 Estimaciones del crecimiento potencial de la economía española 73 El tratamiento de los instrumentos financieros en el nuevo IRPF 81 Regulación financiera: cuarto trimestre de 2006 93
FEB 2007	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro durante el año 2006, según la Encuesta de Población Activa 31 La volatilidad del tipo de interés a un día y su transmisión a lo largo de la curva de rentabilidades del mercado monetario del área del euro 41 Un análisis intertemporal de los saldos de la balanza por cuenta corriente de los países de la zona del euro 51 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2007 61 La recuperación del crédito bancario en América Latina 71

MAR 2007	Evolución reciente de la economía española 11 Resultados de las empresas no financieras. Cuarto trimestre de 2006 y avance de cierre del ejercicio 29 La evolución reciente de los flujos del mercado de trabajo español 47 Los efectos del tipo de cambio en la actividad y los precios del área del euro 57 Iniciativas normativas en el ámbito de la integración de los mercados minoristas bancarios en la UE 69 Informe semestral de economía latinoamericana 81 La emergencia económica de la India: liberalización y límites al crecimiento 111
ABR 2007	Informe trimestral de la economía española 11 La respuesta a la consulta del Ministerio de Economía y Hacienda en cumplimiento del artículo 8.2 de la Ley General de Estabilidad Presupuestaria y la difusión de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España 73 La situación laboral en las edades próximas a la jubilación. Una explotación de la Muestra Continua de Vidas Laborales 83 El capital riesgo en España. Evolución reciente y comparación internacional 99 Nuevo procedimiento de estimación de los ingresos por Turismo y viajes en la Balanza de Pagos 109 Una evaluación de los límites a la acumulación de reservas en las economías emergentes 131 Regulación financiera: primer trimestre de 2007 145
MAY 2007	Evolución reciente de la economía española 11 La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2007, según la EPA 29 Las encuestas de opinión en el análisis coyuntural de la economía española 39 La tenencia de vivienda y la movilidad laboral en la Unión Europea 49 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: abril de 2007 57 Las sociedades de garantía recíproca. Actividad y resultados en 2006 67 Cambios normativos en la inversión institucional y su impacto en los mercados financieros 79
JUN 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11 Evolución reciente de la economía española 19 Resultados de las empresas no financieras. Primer trimestre de 2007 37 Actualización del modelo trimestral del Banco de España 55 Un análisis de los determinantes del turismo no residente en España 67 Los problemas metodológicos de los saldos ajustados de ciclo: el caso de la UEM 83 El efecto de las remesas sobre el tipo de cambio real 101 Las entidades de tasación. Actividad y resultados en 2006 113
JUL-AGO 2007	Informe trimestral de la economía española 11 Dinámica de la productividad en el ámbito empresarial en España 79 La evolución en la UEM de la participación de los salarios en la renta 89 Los establecimientos de cambio y transferencia de divisas al exterior. Actividad y resultados en 2006 103 Los establecimientos financieros de crédito: actividad y resultados en 2006 115 Regulación financiera: segundo trimestre de 2007 131
SEP 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso 11 Evolución reciente de la economía española 21 Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2007 41 La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2007, según la EPA 59 La información microeconómica sobre determinación de precios y la curva de Phillips neokeynesiana 71 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: julio de 2007 83 Informe semestral de economía latinoamericana 91 Crisis de deuda soberana: ¿Qué papel puede jugar un Tribunal Internacional? 119
OCT 2007	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Miguel Fernández Ordóñez, ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados 11 Informe trimestral de la economía española 21 Una aproximación a la regulación del comercio al por menor a partir de indicadores sintéticos 89 El proceso de integración de los mercados de valores 101 La utilización de la capacidad productiva y su relación con la inflación en la UEM 113 Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: octubre de 2007 125 Deuda en moneda local y reducción de la vulnerabilidad financiera en las economías emergentes 135 Regulación financiera: tercer trimestre de 2007 149

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

Estudios e informes

PERIÓDICOS

Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional de España (ediciones en español e inglés) (anual)
Boletín Económico (mensual) (hay una versión en inglés de periodicidad trimestral)
Estabilidad Financiera (ediciones en español e inglés) (semestral)
Informe Anual (ediciones en español e inglés)
Memoria de Actividades de Investigación (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria de la Supervisión Bancaria en España (ediciones en español e inglés) (anual)
Memoria del Servicio de Reclamaciones (anual)
Mercado de Deuda Pública (anual)

NO PERIÓDICOS

Central de Balances: estudios de encargo
Notas de Estabilidad Financiera

ESTUDIOS ECONÓMICOS

- 73 OLYMPIA BOVER Y PILAR VELILLA: Precios hedónicos de la vivienda sin características: el caso de las promociones de viviendas nuevas. (Publicada una versión inglesa con el mismo número.)
- 74 MARIO IZQUIERDO Y M.^a DE LOS LLANOS MATEA: Precios hedónicos para ordenadores personales en España durante la década de los años noventa (2001). (Publicada una edición en inglés con el mismo número).
- 75 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Empresa pública, privatización y eficiencia (2004).
- 76 FRANCISCO DE CASTRO FERNÁNDEZ: Una evaluación macroeconómica de la política fiscal en España (2005).

ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA

- 46 MARGARITA EVA RODRÍGUEZ GARCÍA: Compañías privilegiadas de comercio con América y cambio político (1706-1765) (2005).
- 47 MARÍA CONCEPCIÓN GARCÍA-IGLESIAS SOTO: Ventajas y riesgos del patrón oro para la economía española (1850-1913) (2005).
- 48 JAVIER PUEYO SÁNCHEZ: El comportamiento de la gran banca en España, 1921-1974 (2006).

DOCUMENTOS DE TRABAJO

- 0730 ALFREDO MARTÍN-OLIVER Y VICENTE SALAS-FUMÁS: How do intangible assets create economic value? An application to banks.
- 0731 REBECA JIMÉNEZ-RODRÍGUEZ: The industrial impact of oil price shocks: Evidence from the industries of six OECD countries.
- 0733 PALOMA ACEVEDO, ENRIQUE ALBEROLA Y CARMEN BROTO: Local debt expansion... vulnerability reduction? An assessment for six crisis-prone countries.
- 0734 PEDRO ALBARRÁN, RAQUEL CARRASCO Y MAITE MARTÍNEZ-GRANADO: Inequality for wage earners and self-employed: Evidence from panel data.
- 0735 ANTÓN NÁKOV Y ANDREA PASCATORI: Oil and the Great Moderation.

DOCUMENTOS OCASIONALES

- 0702 ISABEL ARGIMÓN, FRANCISCO DE CASTRO Y ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Una simulación de los efectos de la reforma del IRPF sobre la carga impositiva.
- 0703 YENER ALTUNBAŞ, ALPER KARA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Corporate governance and corporate ownership: The investment behaviour of Japanese institutional investors.
- 0704 ARTURO MACÍAS Y ÁLVARO NASH: Efectos de valoración en la posición de inversión internacional de España.
- 0705 JUAN ANGEL GARCIA Y ADRIAN VAN RIXTEL: Inflation-linked bonds from a central bank perspective.

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

Todas las publicaciones están disponibles en formato electrónico, con excepción de las publicaciones estadísticas, Ediciones varias y Textos de la División de Desarrollo de Recursos Humanos.

EDICIONES VARIAS¹

RAMÓN SANTILLÁN: Memorias (1808-1856) (1996) (**).

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): La política monetaria y la inflación en España (1997) (*).

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 3,01 €.

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 28,13 €.

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS Y FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (**).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 5,31 €.

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 12,02 €.

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 9,02 €.

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 9,38 €.

VICTORIA PATXOT Y ENRIQUE GIMÉNEZ-ARNAU: Banqueros y bancos durante la vigencia de la Ley Cambó (1922-1946) (2001). 5,31 €.

BANCO DE ESPAÑA: El camino hacia el euro. El real, el escudo y la peseta (2001). 45 €.

BANCO DE ESPAÑA: El Banco de España y la introducción del euro (2002). Ejemplar gratuito.

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1940-2001 (2004). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

NIGEL GLENDINNING Y JOSÉ MIGUEL MEDRANO: Goya y el Banco Nacional de San Carlos (2005). Edición en cartón: 30 €; edición en rústica: 22 €.

BANCO DE ESPAÑA. SERVICIO DE ESTUDIOS (Ed.): El análisis de la economía española (2005) (*). (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Billetes españoles 1874-1939 (2005). 30 €.

JOSÉ MARÍA VIÑUELA, PEDRO NAVASCUÉS Y RAFAEL MONEO: El Edificio del Banco de España (2006). 25 €.

BANCO DE ESPAÑA: 150 años de historia del Banco de España, 1856-2006 (2006). 30 €. (Ediciones en español e inglés.)

BANCO DE ESPAÑA: Secretaría General. Legislación de Entidades de Crédito. 5.ª ed. (2006) (****).

Difusión estadística

Boletín de Operaciones (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín del Mercado de Deuda Pública (diario) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Boletín Estadístico (mensual)

Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras (monografía anual)

Cuentas Financieras de la Economía Española (edición bilingüe: español e inglés) (series anuales y trimestrales²)

Legislación financiera y registros oficiales

Circulares a entidades de crédito³

Circulares del Banco de España. Recopilación (cuatrimestral)

Registros de Entidades (anual) (solo disponible en versión electrónica en el sitio web)

Formación

BANCO DE ESPAÑA: Cálculo mercantil (con ejercicios resueltos).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo I) (1999).

PEDRO PEDRAJA GARCÍA: Contabilidad y análisis de balances en la banca (tomo II) (1998).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (2001).

JESÚS MARÍA RUIZ AMESTOY: Matemática financiera (ejercicios resueltos) (1994).

UBALDO NIETO DE ALBA: Matemática financiera y cálculo bancario.

LUIS A. HERNANDO ARENAS: Tesorería en moneda extranjera.

PUBLICACIONES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Informe Anual
Boletín Mensual
Otras publicaciones

1. Todas las publicaciones las distribuye el Banco de España, excepto las señaladas con (*), (**), (***) o (****), que las distribuyen, respectivamente, Alianza Editorial, Editorial Tecnos, Macmillan (Londres) y Thomson-Aranzadi. Los precios indicados incluyen el 4% de IVA. 2. Además, se difunde en Internet una actualización trimestral de los cuadros de esta publicación. 3. Solo disponible en el sitio web del Banco de España hasta su incorporación a la publicación *Circulares del Banco de España. Recopilación*.

BANCO DE ESPAÑA Eurosistema	Unidad de Publicaciones Alcalá, 522; 28027 Madrid Teléfono +34 91 338 6363. Fax +34 91 338 6488 Correo electrónico: publicaciones@bde.es www.bde.es
---------------------------------------	---